





EL SISTEMA DE JUBILACIONES  
EN LA ARGENTINA



# EL SISTEMA DE JUBILACIONES EN LA ARGENTINA

Una evaluación de la reforma  
y el impacto del default



**F**UNDACION DE  
**I**NVESTIGACIONES  
**E**CONOMICAS  
**L**ATINOAMERICANAS

Impreso en la Argentina  
Hecho el depósito que marca la ley 11.723

© Fundación de Investigaciones  
Económicas Latinoamericanas, 2005  
Córdoba 637, 4º piso  
Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4314-1990/7178

ISBN: 987-9329-19-8

Derechos reservados  
Prohibida su reproducción total o parcial

---

## ÍNDICE

Resumen ejecutivo .....	9
Introducción.....	57
Capítulo 1. Teoría y práctica de los sistemas previsionales .....	61
1.1. La intervención pública en los sistemas previsionales: el marco teórico.....	61
1.2. Taxonomía de los sistemas de pensiones obligatorios.....	64
1.3. La evidencia empírica .....	72
1.4. Consideraciones finales .....	87
Capítulo 2. Los regímenes de previsión en la Argentina .....	91
2.1. El sistema de previsión hasta 1993.....	91
2.2. Razones para el fracaso del régimen de reparto.....	93
2.3. La reforma de 1993 .....	99
2.4. Las reformas de la reforma .....	104
Capítulo 3. Una evaluación del impacto de la reestructuración de la deuda pública .....	123
3.1. Introducción .....	123
3.2. Un detalle de los sucesos desde el megacanje hasta la crisis cambiaría.....	128
3.3. Desde la devaluación hasta mediados de 2003.....	136
3.4. El decreto 530 de agosto de 2003 .....	140
3.5. Los cambios en los criterios de valuación.....	141
3.6. La sobrevaluación de los portafolios de inversión y las propuestas de reestructuración (Dubai I y II) .....	142
3.7. Impacto estimado de la nueva reestructuración .....	151
Capítulo 4. Un diagnóstico de los aspectos críticos de la reforma previsional .....	157
4.1. Introducción .....	159

4.2. Hipótesis de trabajo.....	160
4.3. Reformas previsionales en América latina: breve descripción y consecuencias esperadas .....	167
4.4. Indicadores del desempeño de cada reforma: un análisis cualitativo .....	182
4.5. Comisiones y cobertura después de la reforma previsional: un análisis econométrico exploratorio.....	195
 Anexo A. Determinantes de costos y economías de escala en la industria de las AFJP .....	 213
 Capítulo 5. Oportunismo gubernamental y régimen de capitalización: la experiencia argentina.....	 227
5.1. Antecedentes.....	227
5.2. El oportunismo gubernamental: análisis de la situación posterior al default.....	229
5.3. La rentabilidad y solidez de las inversiones de las AFJP: observaciones básicas iniciales.....	229
5.4. Rentabilidades y beneficios de distintos mecanismos de ahorro previsional .....	230
 Capítulo 6. Evolución y proyección de los haberes y del déficit del sistema público .....	 241
6.1. Evolución de los haberes previsionales .....	241
6.2. Los haberes en la transición tras la reestructuración de la deuda .....	251
6.3. La evolución del déficit y sus perspectivas .....	255
 Capítulo 7. Conclusiones.....	 265
 Referencias bibliográficas .....	 275



---

## RESUMEN EJECUTIVO

### 1. TEORÍA Y PRÁCTICA DE LOS SISTEMAS PREVISIONALES

#### 1.1. Taxonomía de los regímenes previsionales

Existen diversas razones que llevan a proponer el carácter obligatorio de los sistemas provisionales, particularmente para prevenir la pobreza en la tercera edad. En primer lugar cabe mencionar la “miopía” (elevada preferencia por el consumo presente), la imprudencia (errores sistemáticos para evaluar la longevidad y el costo de las necesidades en la vejez) o algún tipo de irracionalidad que impide que los individuos no acumulen lo suficiente para suavizar el consumo a lo largo de su ciclo de vida. La falla individual en ahorrar para la vejez genera un costo para la sociedad que no tolera la indigencia cuando los individuos están incapacitados para revertirla, lo que llevaría a los Estados a proveer sustento. Si bien la asistencia pública es deseable para enfrentar problemas de indigencia en la vejez derivados de la falta de ahorro individual, podría dar lugar a un problema de riesgo moral: si las personas esperan recibir subsidio del Estado tienen incentivos a no ahorrar o a ahorrar por debajo de lo necesario.

A partir de la necesidad de alguna política pública al respecto surge la cuestión de cuál es la forma más adecuada para enfrentar los riesgos de la vejez. Los principios de la economía del seguro sugieren que los objetivos de alivio a la pobreza y riesgo de longevidad serían mejor alcanzados a través del *pooling* (seguro de mercado). El objetivo de suavizar el consumo se satisface mejor a través del autoseguro.

Los diversos sistemas de pensiones pueden organizarse en torno a tres dimensiones: a) si involucran “beneficios definidos” (DB) o contribuciones definidas (DC); b) si implican acumulación de fondos o no, y c) si las pensiones resultan de un cálculo actuarialmente justo o no. Sobre la base de las dos últimas dimensiones es posible diseñar cuatro sistemas genéricos de pensión: de reparto con base actuarial o sin ella y de capitalización, actuarialmente justo o no. La dimensión DB/DC no es independiente de las demás, ya que difícilmente un sistema actuarial (sea de reparto o capitalización) no

esté organizado como de DC, dada que por definición los beneficios están ligados a las contribuciones.

Si bien es habitual asociar a los sistemas de reparto como de tipo DB y no actuarial, los sistemas de reparto pueden diseñarse con base actuarial. En este caso, la distorsión asociada al mercado de trabajo en el sentido de que la contribución no es visualizada como un impuesto, se reduce e incluso puede desaparecer en la medida en que el crecimiento de la base imponible (retorno de los sistemas de reparto) sea igual a la tasa de interés (retorno de los sistemas de capitalización). Por otra parte, los esquemas con base actuarial son más transparentes para los aportantes, ya que se requiere algún mecanismo que registre en una cuenta individual la riqueza acumulada.

Un efecto que sí debe atribuirse al reparto es que reduce el ahorro agregado de la economía, como consecuencia de la importante transferencia de ingresos que recibe la primera generación que, a raíz de ello, aumenta su consumo y reduce el ahorro, efecto que no llega a ser contrarrestado en el futuro, dado que la carga impositiva asociada se reparte entre las generaciones siguientes.

Sin embargo, comparando los sistemas de capitalización y reparto actuarial, habitualmente se señala como ventaja del primero que la tasa de retorno es más alta, dada la habitual superioridad de la tasa de interés por sobre la tasa de crecimiento de la base contributiva. Esto elimina totalmente las distorsiones en el mercado de trabajo. Por otra parte, se espera que los regímenes de capitalización den lugar a un mayor ahorro nacional agregado y, finalmente, dado que la acumulación de recursos genera necesidad de financiar instrumentos financieros de largo plazo, esto genera de algún modo una externalidad positiva en el mercado de capitales doméstico.

## 1.2. La evidencia empírica

La mayor parte de los países ha implementado o debate reformas en sus sistemas previsionales, cuyo origen es la preocupación por la viabilidad financiera de largo plazo de los sistemas tradicionales organizados en general como sistemas de reparto de tipo DB con escasos elementos actuariales.

En los países de la Unión Europea se prevén serios problemas como resultado de la evolución demográfica proyectada, que se caracteriza por una baja tasa de fertilidad y una mejora en la expectativa de vida, lo que sumado al retiro temprano del mercado laboral por la generosidad de los beneficios otorgados, lleva a un aumento en la relación beneficiarios/aportantes que dificulta el equilibrio del sistema.

En los países de América latina y Europa del este, si bien también se manifiesta la tendencia al envejecimiento de la población, existen otros motivos que complican el equilibrio previsional, como el elevado incumplimiento por parte de los cotizantes, las condiciones laxas de otorgamiento de los beneficios, los privilegios para determinados grupos, la fácil obtención de pensiones por invalidez, etc.

La medida más usual adoptada en el marco de las reformas marginales es

el aumento de la tasa de contribución. También se observa en forma más reciente una tendencia a recortar beneficios, ya sea reduciendo el valor nominal de los haberes o disminuyendo el componente de suma fija o la tasa de reemplazo garantizada (Grecia, Hungría, Italia, Corea y Portugal). Otros países (Bélgica, Alemania y Estados Unidos) fijaron condiciones de elegibilidad más estrictos, aumentando el número de años de aporte requeridos, mientras que en algunos (Islandia e Italia) esto sólo se aplicó a los empleados públicos. En algunos casos, se alentó la contratación voluntaria de pensiones privadas como solución a la insostenibilidad de largo plazo del pilar obligatorio.

En los casos de transformaciones más radicales que tuvieron lugar fundamentalmente en los años noventa, se advierte, si bien con modalidades diferentes, un movimiento hacia esquemas con componentes actuariales, por lo que la “individualización” de la seguridad social a través de cuentas personales aparece como una característica de las reformas más recientes.

Italia (1995), Letonia (1995), Suecia (1999) y Polonia (1999) adoptaron el sistema de cuentas nocionales (NDC). Croacia, Estonia, Rumania y Ucrania están evaluando implementar este tipo de sistema. En este esquema, la contribución de cada individuo se registra en una cuenta nocional tal como si hubiera acumulación financiera, el stock acumulado gana un interés período también nocional y al momento del retiro ese stock acumulado se transforma en una renta vitalicia, calculada en función de la esperanza de vida, la cual es ajustada posteriormente por algún índice para mantener el poder de compra. Este esquema replica el sistema de capitalización.

También durante los noventa, la mayor parte de los países de América latina aplicó reformas a sus sistemas de pensión, que descansan, en todos los casos, en cuentas de ahorro individual conforme a un arreglo de capitalización, aunque manteniendo por lo general algún segmento de reparto no actuarial. El primer caso fue Chile en 1981, modelo que fue adoptado por Perú (1992), Colombia (1993), Argentina (1994), Uruguay (1996), México (1997), El Salvador (1997), Bolivia (1998), Costa Rica (2000), Nicaragua (2000), Ecuador (2001) y República Dominicana (2003).

Siguiendo la terminología sugerida por el Banco Mundial, el nuevo esquema se denominó modelo multipilar. El primer pilar tiene fines redistributivos, orientado a mantener a los ancianos fuera de la pobreza. El gobierno define aquí los beneficios, y regula y administra el régimen, organizado en la forma de reparto. El segundo pilar se refiere al segmento destinado al objetivo de que los individuos suavicen el consumo sobre su ciclo de vida. El gobierno fija las contribuciones y el régimen es de cuentas individuales de capitalización administradas por administradoras de fondos de pensión. El tercer pilar consiste en el ahorro previsional voluntario.

Si bien las reformas en América latina son similares, existen diferencias no despreciables. Una de las más relevantes es la posibilidad o no de elegir entre el nuevo régimen o permanecer en uno de reparto. En Chile, México, El Salvador, República Dominicana y Nicaragua, el traspaso al nuevo sistema fue obligatorio y en Uruguay y Ecuador el esquema de capitalización es obligatorio para los trabajadores de mayores ingresos.

Otra diferencia importante es la organización del componente público re-

distributivo (primer pilar). En los países que eliminaron el reparto se asegura un nivel mínimo de haberes que se financia con rentas generales. En otros países existe una pensión mínima pero condicionada a un mínimo de años de aporte al sistema. En Perú, el haber mínimo sólo está garantizado para quienes revisten en el sistema de reparto.

A excepción de Bolivia, en todos los países participa un número variable de administradoras privadas que compiten entre sí a través del rendimiento del fondo y las comisiones. En todos los casos, salvo Chile, cada fondo puede ofrecer una única cartera. Sin embargo, en los últimos tiempos ha comenzado a debatirse la posibilidad de otorgar mayores opciones de elección a los beneficiarios, en el sentido de que exista más de un fondo por el que se pueda optar. Se sostiene que si la pensión mínima se obtiene –como sucede en muchos países– a través de un esquema de reparto, no existen argumentos para restringir esta opción.

## **2. LOS REGÍMENES DE PREVISIÓN EN LA ARGENTINA**

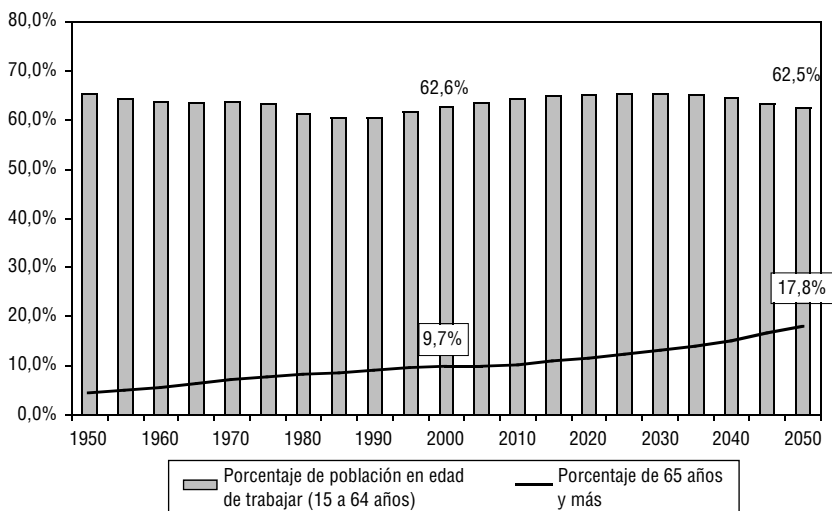
### **2.1. El sistema hasta 1993**

El sistema de pensiones en la Argentina es uno de los más antiguos del continente. En 1904 fueron creados los primeros sistemas, aunque la expansión de la cobertura fue muy lenta. Recién entre los años 1944 y 1954 hubo una expansión rápida, alcanzando en ese último año a casi toda la población económicamente activa. Si bien los esquemas eran heterogéneos, la mayoría estaban diseñados como sistemas de capitalización, pero los fondos fueron invertidos en títulos públicos que, debido a la alta inflación y a la baja rentabilidad, llevaron a que las cajas se descapitalizaran. A partir del año 1954, el sistema comenzó a convertirse en un sistema de reparto. En la década de 1960 comenzaron a aparecer déficit en el sistema que hasta ese momento había sido superavitario. En el año 1967 se realizó una reforma integral, que unificó las Cajas en solamente tres, aumentó la edad de jubilación (55 para mujeres y 60 para hombres) y limitó la percepción del 82% del salario como haber a aquellos que tuvieran treinta años de aporte. Este sistema rigió hasta la reforma de 1993.

A nivel nacional no existió un único régimen previsional. Las fuerzas armadas y de seguridad tenían –y aún mantienen– esquemas diferentes, y las provincias y algunas municipalidades contaban con regímenes propios. Algunas provincias traspasaron sus Cajas al sistema nacional pero otras aún las mantienen. Si bien existían diferencias, los sistemas provinciales estaban organizados como sistemas de reparto, garantizando un haber de entre el 82% y el 100% del salario y con edades de retiro similares a las que fijaba el sistema nacional anterior.

Los sistemas de reparto presentan problemas característicos. Al no estar vinculados los beneficios a los aportes realizados, la contribución es visualizada como un impuesto que introduce distorsiones en el mercado de trabajo: incentivos al retiro temprano, subdeclaración de ingresos en los años que no

GRÁFICO 1  
CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN “VIEJA”



son tomados para el cómputo, informalidad, ya que sólo se consideran treinta años de aporte. Por otra parte, la viabilidad del sistema depende de la interrelación entre la relación activos/pasivos y la tasa de reemplazo (relación entre el haber y el beneficio). Al igual que la mayoría de los países desarrollados, la Argentina está inmersa en un proceso de envejecimiento poblacional. Por un lado la expectativa de vida ha crecido fuertemente desde el inicio del sistema (63 años en 1950 y 74 años en la actualidad). Juntamente con esto se observa una menor tasa de nacimientos, con lo cual existe cada vez menor cantidad de individuos en edad activa para sostener a los más viejos.

A estos problemas típicos del reparto se suman serias falencias del sistema en la determinación de los requisitos para obtener los beneficios, lo que llevó a que las mismas se relajaran. En este sentido, para la acreditación de servicios se aceptaban –y aún se aceptan– certificados del empleador, aun cuando no existieran registros de la relación denunciada, libretas de trabajo, libretas sanitarias e incluso testigos, todo lo que incentivó conductas fraudulentas. A esto debe agregarse que una gran proporción del crecimiento del empleo tuvo lugar fuera del sistema formal: entre los años ochenta y noventa la tasa de informalidad asalariada pasó del 19,4% al 28,5%, mientras que entre los autónomos ésta se ubicó en alrededor del 82%.

Todo esto llevó a que mientras en 1980 había 53 beneficiarios por cada 100 aportantes, diez años más tarde la relación era de 70 pasivos por cada 100 aportantes. Esta relación requería una tasa de contribución de entre el 56 y el 64% para mantener el equilibrio del sistema, lo cual al ser virtualmente imposible, obligó al incumplimiento respecto de los haberes. Hacia 1991 el 65% de los beneficiarios percibía el haber mínimo. Sin embargo, a

pesar del achatamiento de la pirámide salarial, el gasto previsional (incluyendo fuerzas armadas, de seguridad y pensiones no contributivas) continuaba mostrando una tendencia creciente: mientras en 1980 éste representaba el 4,2% del PBI, para el promedio 1990-1993 se ubicaba en el 6,3%.

Tan preocupante como el déficit eran las perspectivas que mostraban una persistente relación activo/pasivo y déficit crecientes. A esto se sumó que comenzaron a multiplicarse los juicios previsionales reclamando el cumplimiento retroactivo de las normas legales, lo cual ponía límite en el futuro para manipular los haberes con el fin de reducir el gasto. La conjunción de todos estos hechos llevó a la reforma estructural del régimen en 1993.

## 2.2. La reforma de 1993

El nuevo sistema se asimila a uno de dos pilares. La función del primer pilar es la redistribución de ingresos y el objetivo del segundo pilar es el ahorro para la vejez. Este segundo pilar otorga la opción entre un sistema de capitalización (administrado por el sector privado) y un sistema de reparto (administrado por el sector público).

Para quienes optan por el sistema de capitalización, el aporte mensual obligatorio es derivado a una administradora de fondos de pensión, la cual descuenta del aporte una comisión por administración y las primas de seguro correspondientes (invalidez y muerte). En este segmento, el rol del sector público es la regulación y la fiscalización. El régimen es obligatorio para todos los trabajadores en relación de dependencia y autónomos mayores de dieciocho años, exceptuando al personal de seguridad (policía, penitenciaría, fuerzas armadas y gendarmería) y a los empleados públicos de las provincias que no transfirieron sus cajas de jubilaciones. Para acceder a los beneficios se requiere tener treinta años de aporte al sistema y sesenta años de edad para las mujeres y sesenta y cinco para los hombres.

Los beneficios que otorga el sistema son: a) la prestación básica universal (PBU), que corresponde al primer pilar y es una suma fija independiente del monto aportado, b) la prestación complementaria (PC), que tiene como objetivo reconocer los aportes realizados al viejo sistema, c) la prestación adicional por permanencia (PAP), que es el haber que le corresponde a quienes optaron por el sistema de reparto, d) la jubilación ordinaria, que es el haber que perciben quienes optan por la capitalización, e) la jubilación por edad avanzada, que corresponde a personas con sólo diez años de aporte (cinco al menos en los últimos ocho años anteriores al retiro) y mayores de setenta años. El sistema también otorga pensión por fallecimiento del beneficiario y cobertura por invalidez y muerte en etapa activa.

Las opciones al momento del retiro para quienes se afiliaron al sistema de capitalización son: a) renta vitalicia: en este caso el fondo acumulado se transfiere a una compañía de seguros de retiro la cual abona una renta; b) retiro programado: en este caso, el fondo acumulado permanece en la administradora, que paga una renta calculada una vez al año de acuerdo con el saldo de la cuenta de capitalización individual; c) retiro fraccionario: corres-

ponde a quienes el haber determinado es menor al 50% de la PBU, el haber es igual a ese monto hasta agotar el fondo.

El aporte patronal está fijado por ley en el 16%, aunque fue reducido posteriormente en la actualidad es del 9,5%, mientras que el aporte personal se fijó en el 11%, pero también fue reducido sólo para los aportantes al régimen de capitalización hasta el 7% actual.

### **2.3. Las reformas de la reforma**

Luego de la reforma, la ley experimentó múltiples modificaciones o intentos de reforma, a la vez que hubo otras reformas, que si bien no estaban referidas al diseño del sistema, afectaban su equilibrio.

Muchas de las reformas introducidas o los intentos de reforma encarados mostraron la inestabilidad del diseño: en poco tiempo se eliminó la movilidad de las prestaciones, lo cual permitió al Estado recuperar su potestad de administrar las prestaciones de acuerdo con las necesidades del déficit global, tal como lo había hecho en el viejo sistema. También intentó eliminar el PBU para los niveles más elevados de ingreso, si bien esto fue suspendido por vía judicial. Estas acciones afectaban la credibilidad del sistema aun antes de los episodios de fines de 2001 y del *default*, estando aún fresco el recuerdo del fraude previsional del antiguo régimen.

Antes de iniciar la reforma, en marzo de 1994, el gobierno puso en práctica un esquema de reducción de aportes patronales con el objeto de mejorar las condiciones para el empleo privado. Por otra parte, el gobierno nacional se comprometió a aceptar la transferencia de las cajas de jubilaciones provinciales, respetando los derechos adquiridos de los beneficiarios existentes. Conforme a este último acuerdo, once provincias transfirieron sus cajas. Ambas medidas repercutieron en mayor déficit, debido a la disminución de los aportes y a que las cajas provinciales transferidas eran deficitarias.

Otra modificación que afectó el sistema fue el Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes (monotributo), ya que los montos ingresados por este sistema son inferiores a los fijados en el régimen de autónomos.

### **2.4. Desequilibrio financiero del sistema público**

Las ventajas del sistema de capitalización implicaban, por un lado, que al estar los beneficios más alineados con el aporte que en el sistema de reparto, debían reducirse los incentivos a la subdeclaración de ingresos y al trabajo informal. Por otra parte, en el plano fiscal intertemporal, se reducían los pasivos implícitos a cargo del Estado, ya que éste no era responsable de las prestaciones.

Como los beneficios del viejo sistema continuaron financiándose con impuestos al trabajo, los incentivos a la informal y subdeclaración de ingresos no disminuyeron, al tiempo que el déficit no sólo no se redujo, sino que se incrementó por factores ajenos al sistema. Si bien la reducción del déficit era

un objetivo de largo plazo, ya que era claro que al inicio del sistema éste se ampliaría en la medida que los trabajadores optaran por la capitalización, la pérdida de los aportes comenzó a visualizarse como un problema, agravado por la reducción de impuestos al trabajo introducida en el año 1994.

En el cuadro 1, se presentan las fuentes de pérdidas de recursos del sistema público, netas de las ganancias por menores prestaciones.<sup>1</sup> El ahorro de gastos se computa en este caso como la diferencia entre lo que se hubiera gastado en el antiguo régimen y el gasto actual del sistema (neto del gasto de provincias, que no es una consecuencia de la reforma pura).

Se observa en el cuadro 1 que el efecto fiscal de todas las reformas –incluyendo no sólo la de previsión, sino la transferencia de cajas provinciales y la reducción de impuestos laborales– tuvo un pico máximo del 1,83% del PBI en el año 1999, al que contribuyó el déficit propio de la transición previsional con el 0,26% del PBI y el resto (1,58%) lo explican los otros factores. También se observa que hacia el año 2003, el costo de la transición en esta evaluación es prácticamente nulo.

CUADRO 1  
EFECTO FISCAL DE LA REFORMA PREVISIONAL Y OTRAS REFORMAS  
(En porcentajes del PBI)

Años	Costo de la transición					Otras políticas			Efecto total	Déficit como % del PBI	% del déficit explicado por todas las reformas
	Ingresos AFJP	Ingresos por aumento aporte personal 1%	Ingresos perdidos	Ahorro de gastos	Costo puro	Reducción aportes	Déficit pciales.	Total otras políticas			
1994	0,22	0,10	0,11	0,14	0,03	0,39	0,00	0,39	1,34	-1,71	78,13
1995	0,87	0,18	0,70	0,69	0,00	0,38	0,18	0,55	0,56	-2,13	26,15
1996	1,13	0,17	0,96	0,66	-0,30	0,76	0,15	0,91	1,21	-2,79	43,18
1997	1,27	0,17	1,10	0,89	-0,20	0,75	0,33	1,08	1,28	-2,69	47,56
1998	1,40	0,17	1,23	0,90	-0,33	0,77	0,42	1,19	1,53	-3,09	49,44
1999	1,55	0,18	1,37	1,11	-0,26	1,14	0,44	1,58	1,83	-3,66	50,05
2000	1,53	0,18	1,35	1,26	-0,08	1,23	0,41	1,65	1,73	-3,76	46,07
2001	1,56	0,17	1,39	1,79	0,40	1,02	0,38	1,40	1,00	-3,74	26,82
2002	1,26	0,13	1,12	1,65	0,52	0,57	0,30	0,87	0,35	-3,29	10,49
2003	1,09	0,10	0,99	1,50	0,51	0,21	0,31	0,52	0,00	-2,84	0,15

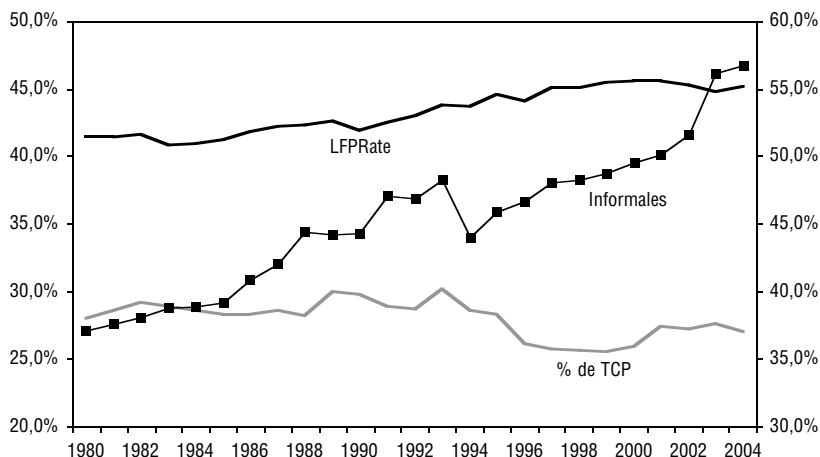
Fuente: FIEL, sobre la base de la metodología del Banco Mundial.



## 2.5. La evolución de la cobertura

*La cobertura de los activos.* La creciente informalidad detectada en los ochenta, continuó ascendiendo en la década de 1990. La medición de la informalidad puede seguir diferentes aproximaciones. Utilizando las Encuestas de Hogares –que relevan para cada trabajador asalariado si se le realizan descuentos para el sistema jubilatorio– en la región de Gran Buenos Aires, única región para la cual se dispone de información histórica de larga data, la informalidad de los ocupados en relación de dependencia creció 9 puntos entre 1980 y 1990, y otros 9 puntos en la década siguiente (hasta el 38%). La crisis macroeconómica ocurrida entre 2001 y 2003 elevó nuevamente la tasa.

GRÁFICO 8  
ARGENTINA: PARTICIPACIÓN LABORAL E INFORMALIDAD



El grado de informalidad de la población no asalariada es más difícil de estimar. No existe información en las Encuestas de Hogares que permita distinguir a los trabajadores formales e informales. Una forma de aproximación muy rudimentaria es considerar informales a todos aquellos autónomos no profesionales que trabajan en el sector privado y en establecimientos con menos de seis personas. De este modo, la informalidad de los trabajadores autónomos se ubicaría en alrededor del 80%, sin mayores cambios a lo largo del tiempo. Una visión alternativa es computar el total de autónomos aportantes al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJYP) y comparar con una estimación de la población que trabaja por su cuenta. En este caso se aprecia un aumento en la proporción de informales, los que pasan de casi el 70% en 1995 al 86,8% en 2002, cayendo levemente hasta el 84% en el año 2003.

Utilizando ambas fuentes de datos puede concluirse que del total de la población ocupada, es decir la que se encuentra obligada a aportar, alrededor del 54% ahorra a través del sistema contributivo para una futura jubilación. Este porcentaje es aproximadamente 4 puntos inferior al que prevalecía en el año inmediato posterior a la reforma del sistema de previsión. Los índices de afiliación al SIJyP son más elevados que los de aportantes. La afiliación creció fuertemente desde el inicio, en especial en el subsistema de capitalización, ya que los afiliados al sistema de reparto declinaron desde el inicio. El crecimiento no se da solamente por razones vegetativas y de blanqueo, sino por la transferencia de los regímenes provinciales que aportaron unos 352 mil afiliados.

CUADRO 2  
PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN OCUPADA QUE REALIZA APORTES  
JUBILATORIOS  
(Incluye monotributistas)

	%
1995	58,3
1996	59,9
1997	56,7
1998	55,3
1999	55,4
2000	57,0
2001	55,4
2002	52,0
2003	53,3
2004	53,7

Fuente: FIEL, sobre la base de Seguridad Social, ANSES, INDEC y estimaciones propias.

A pesar del aumento en la afiliación, el número de aportantes se mantuvo estable en torno de los 4,5 y 5 millones de individuos. Esto llevó a que desde el inicio del sistema el 73% de los afiliados realizaran aportes plenos, porcentaje que se redujo al 39% en el año 2004. La mayor caída se encuentra entre los afiliados de reparto.

La disminución de la relación afiliados/aportantes está en parte relacionada con el hecho de que todavía figuran como afiliadas personas que en algún momento ingresaron al sistema pero posteriormente dejaron de realizar aportes por quedar desocupadas o haber emigrado o por haber pasado a ac-

CUADRO 3  
APORTANTES AL SIJYP

	Aportantes (en miles)				Distribución porcentual de aportantes (%)		
	Total	Reparto	Capitalización	Indecisos	Reparto	Capitalización	Indecisos
1994	4.518	2.229	1.756	533	49,3	38,9	11,8
1995	4.347	1.974	2.143	230	45,4	49,3	5,3
1996	4.712	1.676	2.839	196	35,6	60,3	4,2
1997	4.811	1.357	3.308	146	28,2	68,8	3,0
1998	4.891	1.162	3.578	151	23,8	73,2	3,1
1999	4.899	1.040	3.729	131	21,2	76,1	2,7
2000	4.670	848	3.653	169	18,2	78,2	3,6
2001	4.500	739	3.602	158	16,4	80,1	3,5
2002	4.126	636	3.360	129	15,4	81,5	3,1
2003	4.531	660	3.697	174	14,6	81,6	3,8
2004	4.779	659	3.913	207	13,8	81,9	4,3

Fuente: Panorama de la Seguridad Social y ANSES.

tividades informales u ocupación sin obligación de aportes, a actividades con otros regímenes o porque simplemente se retiraron del mercado de trabajo.

*La cobertura de los pasivos.* Los años previos a la reforma, la tasa de cobertura, medida a través de la Encuesta de Hogares, se ubicó en torno del 61%, creciendo a 63,4% en 1994 y descendiendo desde allí hasta estabilizarse en torno del 55%. No existe información sobre el total de beneficiarios que incluya todos los regímenes jubilatorios, en particular no existe información de los regímenes provinciales no trasferidos. Sin embargo, estimando los mismos de acuerdo con el comportamiento de las provincias transferidas (para las cuales se cuenta con información) puede estimarse el total para el período 1997-2004. Como puede verse, desde esta perspectiva, la cobertura también muestra una reducción.

Analizando la evolución de los jubilados del sistema nacional, el aumento de beneficiarios observado se debe al traspaso de las cajas provinciales. Neteando este efecto, se observa una leve reducción de la población cubierta. Parte de esta caída es producto del aumento de la edad jubilatoria para los trabajadores en relación de dependencia, que produjo menores jubilaciones en los años posteriores a la reforma, y parte se explica por los requisitos más estrictos para acceder a los beneficios.

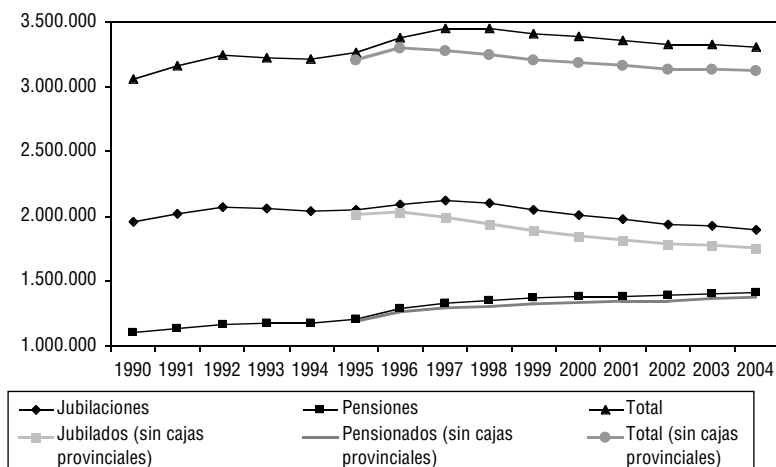
CUADRO 4  
COBERTURA TOTAL  
(En miles)

	Jubilados	Pensionados	Total	Pensiones no contributivas	Total	Benef. como % de la pob. total	Jubilaciones como % de la pob. pasiva <sup>1</sup>
1997	2.806	1.569	4.375	304	4.679	13,5	71,3
1998	2.806	1.600	4.406	317	4.724	13,4	70,5
1999	2.756	1.620	4.376	330	4.707	13,3	68,6
2000	2.721	1.634	4.355	344	4.698	13,1	67,0
2001	2.693	1.644	4.336	337	4.674	12,9	65,7
2002	2.662	1.649	4.310	324	4.634	12,6	64,3
2003	2.648	1.662	4.311	334	4.644	12,5	63,4
2004	2.626	1.676	4.302	338	4.641	12,4	62,3

Nota: 1. Se consideran los beneficios de jubilación y pensión no contributiva por vejez e invalidez.

Fuente: Fiel en base a Anses, Secretaría de Seguridad Social e Indec.

GRÁFICO 3  
BENEFICIARIOS DEL RÉGIMEN NACIONAL  
RÉGIMEN DE REPARTO Y CAPITALIZACIÓN



### 3. UNA EVALUACIÓN DEL IMPACTO DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

La composición del portafolio de inversiones de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) sufrió importantes modificaciones entre los años 2001 y 2002 como consecuencia de las necesidades financieras del Tesoro Nacional y la salida de la convertibilidad. Esta última, al ser acompañada por la decisión del gobierno de no honrar su deuda (aunque selectivamente), generó dificultades en el proceso de valuación de esas inversiones.

En operaciones que se fueron sucediendo durante el año 2001 y se extendieron durante los primeros meses de 2002, el Gobierno se financió inicialmente recurriendo a la colocación de deuda voluntaria en los fondos de pensión en el mercado primario, por intermedio de bonos globales y fideicomisos financieros –deuda pública encubierta pero que permitía sobrepasar el límite máximo establecido para invertir en títulos públicos por parte de las AFJP–. Posteriormente, ante la insuficiencia de los fondos obtenidos y la presión de los vencimientos de la deuda recurrió a la operación denominada megacanje, y luego al canje de deuda por préstamos garantizados (PG). Finalmente, y en forma claramente involuntaria, recurrió por decreto a la suscripción compulsiva de Letras del Tesoro por el monto de los vencimientos de plazos fijos de los fondos. Todos estos hechos conformaron un proceso que generó un incremento sustancial de la porción de deuda pública en el total de los fondos administrados. De esta forma, el porcentaje de exposición de las carteras de las AFJP a la deuda pública pasó de 52,4% (49,3% títulos públicos y 3,1% fideicomisos) en diciembre de 2000 a 65,2% (7,5% títulos públicos, 0,1% fideicomisos y 57,7% préstamos garantizados).

#### 3.1. Un detalle de los sucesos desde el megacanje hasta la crisis cambiaria

No es una tarea simple identificar el o los detonantes que catalizaron la crisis final de diciembre de 2001. Sin embargo, fue crucial el rol de dos medidas: la convertibilidad ampliada y el megacanje; por un lado se flexibilizó la regla cambiaria –debilitando la credibilidad en ella– y por otro lado el megacanje erosionó la confianza en la capacidad de pago de la Argentina y confirmó los pronósticos más pesimistas que ubicaban al país en las puertas de una reestructuración no voluntaria.

En el caso de las AFJP, el megacanje implicó la posibilidad de extender plazos de vencimiento en condiciones ventajosas, ya que los nuevos títulos, si bien no mostraban vencimientos importantes en los primeros años incluso ofreciendo la capitalización de cupones, tenían mejores tasas de rendimiento y un mayor valor presente neto que los bonos canjeados. La amenaza del *default* comenzaba a hacerse presente y el megacanje implicaba en los hechos dar más tiempo al gobierno, extender plazos y canjear deuda con vencimientos próximos, de forma de aliviar la caja del Tesoro en los meses siguientes.

Para mejorar la confianza en el sistema financiero, a fines de agosto se sancionó la ley de intangibilidad de los depósitos (ley 25.466), que estableció que “[...] *el Estado nacional en ningún caso podrá alterar las condiciones pactadas entre el/los depositantes y la entidad financiera, esto significa la prohibición de canjearlos por títulos de la deuda pública nacional, u otro activo del Estado nacional, ni prorrogar el pago de los mismos, ni alterar las tasas pactadas, ni la moneda de origen, ni reestructurar los vencimientos [...]*”. Por el artículo tercero se estableció que la ley era “[...] *de orden público, los derechos privados para los depositantes y las entidades depositarias de las operaciones comprendidas [...] serán considerados derechos adquiridos y protegidos por el artículo 17 de la Constitución Nacional*”.

Sin embargo, sucesos posteriores demostraron la fragilidad de la situación, que derivó a los dos meses de sancionada esa ley en un nuevo canje de deuda para reducir aún más la carga onerosa de los pagos que exigía. Esta vez, a diferencia del canje anterior, los bonos que se incorporarían (los *préstamos garantizados*) ofrecerían rendimientos inferiores a los canjeados, anticipando un escenario de creciente tensión y de dificultades para renovar la deuda a su vencimiento. En el canje de títulos por PG no solamente entraron los títulos públicos sino también los fideicomisos financieros emitidos por el gobierno (en cuyas estructuras los bienes fideicomitados eran también títulos públicos).

Mientras tanto, se aprobó el Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Préstamo Garantizado (decreto 1.646/01) que determinaron que el Estado Nacional se comprometía a ceder en garantía a los acreedores por los préstamos garantizados, los recursos del impuesto sobre los créditos y débitos en cuentas corrientes bancarias y en general, todos los recursos que le correspondieran al Estado Nacional por el Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, con exclusión de los recursos que le correspondieran a las provincias y a la seguridad social, por hasta la suma que resultare necesaria para atender la totalidad de los vencimientos de capital e intereses de los préstamos, en las condiciones previstas en esos contratos. La Resolución ME 851/01, por su parte, aprobó el “Addendum al Contrato de Préstamo Garantizado” que permitió la ampliación del monto de capital de los préstamos garantizados.

En el canje por préstamos garantizados, se mantenía la moneda original de la deuda sin quita nominal y se otorgaba una garantía de pago a cambio de ceder en rendimiento y plazos. El monto reestructurado en ese momento por las AFJP es similar al que estaba en proceso de renegociación a fines de 2004.

Adicionalmente, el gobierno utilizó dos herramientas “coercitivas” para forzar la aceptación por parte de las AFJP. Por un lado, dispuso que todo bono elegible de las posiciones valuadas a vencimiento (*investment account*) que no fueran ofrecidas para el canje, pasaban a estar valuadas a precios de mercado y, por otro, estableció que los fideicomisos financieros emitidos por el Estado Nacional pasaban a ser considerados como deuda pública nacional, la cual mantenía su límite del 50% del portafolio. En consecuencia, no ir al canje implicaba reflejar la pérdida implícita en la sobrevaluación de posi-

ciones *investment* en forma inmediata, afectando el valor cuota y por ende la rentabilidad (se corría el riesgo de caer por debajo de la rentabilidad mínima y que los accionistas de las AFJP tuvieran que compensar la diferencia). En cuanto al resto de las tenencias de bonos, en caso de no ir al canje quedaban automáticamente excedidas, forzándose la venta del exceso resultante.

Hacia fines de noviembre, cuando la crisis económica e institucional parecía iniciar su etapa final, el gobierno decidió recurrir a medidas compulsivas para captar recursos financieros. Con el cierre del mercado voluntario de deuda, simplemente se optó por obligar por decreto a las AFJP a incorporar más deuda pública. A principios de diciembre el gobierno estableció las restricciones al retiro de depósitos –“corralito”– (decreto 1.570/01), que afectó indirectamente los fondos, ya que implicó la muerte transitoria de los fondos comunes de “*money market*” que tenían plazos fijos y deuda pública de corto plazo. Algunos fondos entregaron Cedros (certificados de depósitos reprogramados) a las AFJP, otros, los bonos que recibieron y la deuda pública que tenían (principalmente LETES, que luego entrarían en *default*). Otros dos decretos, (1.572/01 y 1.582/01) obligaron a las AFJP a invertir el producto de plazos fijos en Letras de Tesorería por 120 días.

A pesar de los sucesivos cambios de gobierno y de los procesos de devaluación y de pesificación asimétrica, se mantuvo la plena vigencia de esta medida, es decir que durante los 120 días previstos en el decreto se siguieron colocando todos los vencimientos de plazos fijos en Letras del Tesoro. Como ya estaba instrumentado el canje de préstamos garantizados y existía un límite especial para PG del 100%, las Letras del Tesoro ocuparon parte del límite de inversión en títulos públicos que habían liberado aquéllos. En abril de 2002 todas las tenencias de préstamos garantizados denominados hasta entonces en dólares, fueron convertidas a pesos (*pesificadas*) a los fines de su valuación por parte de la Superintendencia de AFJP. De este modo, a mediados de ese año, la participación de los títulos públicos en el total de los fondos ya representaba poco más de un 76% del total.

### 3.2. Desde la devaluación hasta mediados de 2003

A principios de enero de 2002 se modificó el régimen cambiario y se suspendió la ley de intangibilidad de los depósitos. Posteriormente, las deudas nominadas en moneda extranjera fueron pesificadas a \$ 1,4 por cada dólar estadounidense y se ajustaron por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Por otra parte, se estableció una tasa de interés sensiblemente menor para los préstamos garantizados.

El perjuicio sobre los fondos de jubilaciones y pensiones no se limitó a la simple pesificación; en abril de 2002 se estableció que, a los fines de recibir el pago de los servicios de capital e intereses emergentes de los préstamos garantizados, resultaba necesario que los acreedores aceptaran la pesificación, las nuevas tasas fijadas y la eventual modificación de la garantía. Además, en expresa violación de las disposiciones contractuales y las normas legales aplicables, el gobierno dio un plazo de treinta días para optar por la

pesificación de los PG o la devolución de los títulos originales. Quienes no aceptaron la pesificación no recibieron pagos de intereses y/o capital correspondientes a los préstamos garantizados. A mediados de 2003, el gobierno dispuso en forma unilateral y en contra de las disposiciones de los préstamos garantizados, que otorgaba esta facultad en forma exclusiva a los acreedores, el reintegro de los bonos originales a quienes no hubieran aceptado la pesificación. A su vez, se estableció que el valor de los títulos públicos devueltos era el mismo que el establecido para los PG, pero sin actualización hacia delante.

Además de este cambio de portafolio se realizaron modificaciones en los criterios de valuación de los activos, en forma arbitraria e inconsistente, ya que en algunos casos, los mismos instrumentos fueron valuados con diferentes criterios. Las medidas en este sentido llevaron a que, para el conjunto de las AFJP (sin incluir en el cálculo a la AFJP Nación que pesificó todos sus bonos) quedó congelado así aproximadamente un 54,5% de su portafolio de inversiones.

### **3.3. La sobrevaluación de los portafolios y las propuestas de reestructuración (Dubai I y II)**

Desde el momento en que el gobierno consideró iniciadas las gestiones para la reestructuración en julio de 2003, poco se avanzó en la oferta de reestructuración. Una negociación prácticamente inexistente y la firme pretensión de imponer duras condiciones a los acreedores se pusieron de manifiesto en el primer esbozo tenue y con mínimas precisiones de una propuesta de reestructuración que tuviera lugar en Dubai en septiembre de 2003. Los lineamientos generales de la propuesta eran vagos, como para determinar el impacto que la nueva reestructuración podría tener. Entre otras cosas, se precisó que la deuda elegible para el canje eran todos los bonos emitidos con anterioridad al 31 de diciembre de 2001, es decir 152 bonos, en siete monedas diferentes. El total ascendía a US\$ 87.050 millones de valor nominal, sobre un total de deuda pública a ese momento de US\$ 178.795 millones. En cuanto al manejo doméstico de la deuda se “contaba” con el aporte de las AFJP, que “cederían” el 50% de su recaudación correspondiente al período comprendido entre los años 2004 y 2018 para financiar al sector público (sin tener en cuenta que las AFJP iban a quedar excedidas en títulos públicos nacionales). También se “contaba” con la reinversión parcial creciente de las amortizaciones de préstamos garantizados y BODEN.

Todo apuntaba a una reducción nominal de la deuda por reestructurar del 75%, sin reconocer los intereses vencidos (PDI) desde diciembre de 2001 a la fecha de acuerdo. No se mencionó la posibilidad de pagos en efectivo para inducir un mayor porcentaje de aceptación. No hubo más información oficial con respecto a la propuesta hasta junio del año 2004. A partir de entonces se comenzó a delinear la estructura de los bonos que serían emitidos, incorporándose precisiones que permiten hacer los primeros cálculos de su valor presente neto.



Se definieron tres nuevos bonos por emitir; un bono Par sin quita de valor nominal, un bono descuento con quita (*hair cut*) y un bono denominado cuasipar, con un *hair cut* implícito de un 30%. Si bien en el monto por reestructurar se destaca la deuda en concepto de PDI (atrasos), en la propuesta elevada, claramente se expresa que el gobierno no espera emitir nueva deuda en concepto de intereses vencidos. La moneda de los nuevos bonos se define en función a la moneda de los bonos que son objeto de canje. Se puede pasar de moneda extranjera a pesos, pero si la deuda original estaba en pesos, la nueva deuda no puede cambiar de moneda. Adicionalmente, todos los bonos tienen un cupón ligado al crecimiento de la economía.

### 3.4. Impacto estimado de la nueva reestructuración

En función de los rangos de valores en que se pueden llegar a ubicar los bonos en *default*, dada la propuesta de reestructuración realizada por el gobierno, se realizaron diversos ejercicios de simulación para estimar el impacto en la rentabilidad de los fondos de jubilaciones y pensiones. Los resultados son expuestos a continuación. Allí se supone un precio promedio de los bonos canjeados de US\$ 25, que se corresponde con una tasa de descuento de entre el 12 y el 11%, y un precio promedio de US\$ 30, que se corresponde con una tasa del 10% y otras dos hipótesis extremas.

Si los bonos POR CANJEAR cotizaran en mercado A aproximadamente US\$ 25 promedio, el valor cuota de los fondos caería un 31% si todo el por-

CUADRO 5  
PORCENTAJE DE CAÍDA DEL VALOR CUOTA DE LOS FONDOS  
DE JUBILACIONES Y PENSIONES ANTE DIFERENTES  
ESCENARIOS DE REESTRUCTURACIÓN

Escenario	Valor de recupero de la deuda a reestructurar			
	us\$ 20	us\$ 25	us\$ 30	us\$ 35
Caída de valor cuota por valuación a mercado de todo el portafolio de inversiones	37	31	26	20
Caída de valor cuota por valuación a mercado exclusivamente de las posiciones <i>trading</i>	12	9	6	3
Caída de valor cuota por valuación a mercado de las posiciones <i>trading</i> y del exceso de <i>investment account</i> sobre 30%	16	13	10	6
Caída de valor cuota por valuación a mercado de las posiciones <i>trading</i> y del exceso de <i>investment account</i> sobre 25%	20	16	13	9

tafolio de inversiones, incluyendo el *investment account*, fuera valuado a ese precio. Si en cambio se mantuviera la valuación del *investment account* en los US\$ 66 actuales y el resto se valuara a mercado (incluyendo los fideicomisos que estarían cayendo un 66%), los fondos caerían un 9%.

A modo de conclusión, el precio promedio al cual ingresen los futuros títulos producto del canje de deuda determinará la tasa de devengamiento futura de los fondos de jubilaciones y pensiones. Mantener la sobrevaluación actual para limitar efectos en cuota reducirá la tasa futura de devengamiento de los fondos. Reducir esa sobrevaluación registrando algún impacto en la cuota en forma inmediata con posterioridad a la reestructuración implicaría aumentar esa tasa futura. Ciertamente, más allá del criterio que finalmente se imponga, la tasa de rentabilidad de los fondos de pensión se va a recuperar de los niveles actuales, pudiendo elevarse en escenarios conservadores a tasas del 10% anual o superiores, dado que es de presumir que la economía argentina mantendrá una alta tasa de interés (tanto por riesgo como por oportunidades de crecimiento) por al menos toda una década.

El criterio que finalmente se aplique de valuación podrá hacer que la reestructuración sea más o menos onerosa para los que están próximos a su retiro, y que se decida repartir o no los costos con las generaciones más jóvenes.

#### 4. UN DIAGNÓSTICO DE LOS ASPECTOS CRÍTICOS DE LA REFORMA PREVISIONAL

La discusión/debate sobre las ventajas de los esquemas de capitalización *vis-à-vis* la administración central de esquemas de reparto con prestaciones definidas continúa vigente actualmente en América latina, a pesar de que más de la mitad de los países de la región ha encarado reformas de este tipo. El debate está centrado en las consecuencias macro y micro de esas reformas. Entre las últimas, se cuestiona centralmente lo siguiente:

1. El alto costo administrativo de las administradoras de pensiones (AFP) atribuido en general a un “exceso” de gasto comercial (y promocional) al que “obliga” la posibilidad que tienen los afiliados de realizar traspasos entre AFP varias veces al año y a veces también explicado por la rigidez tarifaria (“no discriminación”) típicamente vigente en las regulaciones aplicables a las administradoras.
2. Insuficiente cobertura previsional, a veces identificada a partir de una baja y decreciente relación entre aportantes (o cotizantes) y afiliados.
3. La fragilidad del sistema ante acciones oportunistas del Estado que tienen consecuencias confiscatorias sobre los ahorros privados, en particular como consecuencia del alto peso que los títulos de la deuda pública tienen sobre las carteras de inversión de las AFP en varios países de la región (y a la luz del *default* sobre la deuda pública declarado por la Argentina a fines de 2001).

El objetivo al que se apunta en este trabajo es revisar la validez empírica de estas críticas, y además explicar los éxitos y fracasos relativos de cada reforma y proponer un diagnóstico distinto sobre las virtudes y los defectos de las reformas, así como también correcciones de naturaleza distinta a las frecuentemente observadas en esta materia.

#### 4.1. Hipótesis de trabajo

1. El costo administrativo del régimen de capitalización no es alto comparado con el costo administrativo correctamente medido del régimen de reparto (esto es, computando cuál es el beneficio que corresponde a un mismo patrón de aportes, dejando de lado redistribuciones políticamente decididas en alguno de estos regímenes). Por otra parte, ese costo de administración tiende a caer al madurar la reforma, lo cual implica que la evaluación final de este costo no puede basarse en los valores correspondientes a los primeros años posreforma.
2. De todas formas, el costo de administración de las AFP en América latina podría ser menor, y las adaptaciones regulatorias deben propender a ello (en tanto no implica sacrificar eficiencia competitiva al menos), para lo cual es central evaluar previamente cómo la regulación de la competencia afecta las comisiones de equilibrio y el grado general de competencia entre AFP. Según se argumenta aquí, de manera consistente con la evidencia disponible en la región, las menores comisiones están asociadas con regulaciones que facilitan la comparación de precios y no segmentan el mercado según los ingresos de los aportantes (evitando distintas combinaciones de cargos fijos y variables sobre el salario, o múltiples cargos variables sobre salarios, fondos acumulados, rentabilidad, etc.), y la facilidad efectiva de realizar traspasos. La multiplicidad de fondos por cada AFP tiene el mismo efecto esperado, aunque no se exploró la evidencia al respecto.
3. La reducción de las comisiones en el tiempo, verificada según la evidencia empírica disponible (particularmente si no se consideran los años inmediatos al lanzamiento del nuevo sistema), es consistente con la amortización de costos de lanzamiento de los nuevos sistemas, el aprendizaje de las AFP, y el aprovechamiento de significativas economías de escala al crecer el mercado y reducirse el número de AFP vía fusiones (sin que ello convalide una concentración extrema, como la verificada en un par de experiencias en la región).
4. Las restricciones a la concentración (como en México, donde una AFP no puede tener más del 20% del mercado desde 2001 –17% hasta entonces–) o los topes de precios (como en Colombia, fijados en un máximo del 3,5% del salario sujeto a aportes) no están asociadas con menores comisiones (en el primer caso posiblemente porque desincentivan la competencia de quienes alcanzan el límite de tamaño fijado y evitan aprovechar economías de escala, y en el segundo caso porque tal regulación podría no ser operativa –“binding”– o incluso podría contribuir a la colusión entre las AFP, proveyendo un claro “punto focal” en el cual coordinar los precios).

5. La cobertura previsional ha sido insuficiente en general, pero el resultado ha sido frecuentemente exagerado (cuando se basa en la relación aportantes/afiliados al régimen de capitalización sin contemplar el posible sesgo de este denominador, o cuando se hace sobre la base de la población económicamente activa pero no se corrige por el desempleo, la pobreza o el porcentaje de población rural, ni se toma en cuenta el punto de partida o la coexistencia de regímenes alternativos con aportantes activos posreforma), pero no es –en términos generales– peor que antes de la reforma. Por otra parte, al menos conceptualmente (ya que esta hipótesis no pudo examinarse empíricamente aquí), los retrocesos puntuales podrían obedecer a mayores exigencias y no linealidades impuestas juntamente con las reformas que reducen la correspondencia efectiva entre aportes y beneficios.
6. Concretamente, por un lado, la cobertura debe medirse como la relación entre aportantes efectivos y la fuerza laboral ocupada (PEA corregida por desempleo), tomando en cuenta el porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza (de quienes no debería razonablemente esperarse una actitud de ahorro voluntario para la vejez), ya que la relación aportantes/afiliados al régimen de capitalización puede ser poco representativa si los afiliados se sobreestiman de manera creciente en el tiempo (tal como parece ser el caso en Chile por ejemplo, donde –de manera creciente– hay más afiliados que población económicamente activa, posiblemente porque existan aportes voluntarios a distintas AFP por parte del mismo individuo además de las demoras en contabilizar afiliados emigrantes de las AFP, por la existencia de entrantes temporales al mercado de trabajo, etc.). Por otro lado, la correspondencia del régimen de capitalización no debe medirse sólo en el hecho de que las cuentas son individuales y los beneficios recibidos por los aportes destinados a esas cuentas están correctamente relacionados en el caso de completar los requisitos para tales beneficios, sino también en la existencia de beneficios atados de pilares redistributivos (PBU en la Argentina, por ejemplo, o pensiones mínimas garantizadas en muchos otros casos), financiados con aportes patronales que no se destinan a las cuentas individuales (y en términos de incidencia, lo relevante como imposición al trabajo es la suma entre aportes patronales y personales que no se destina a la cuenta individual –la carga impositiva sobre el empleo formal–), y en la existencia de requisitos exigentes para acceder a beneficios que los aportantes creen no podrán completar (por ejemplo, contar con treinta años de aportes o una edad mínima para iniciar el retiro de fondos, sin la posibilidad de retiros anticipados parciales, versus una correspondencia plena entre aportes y beneficios independientemente del número de años aportados más allá de un mínimo alcanzable fácilmente aun en un contexto de elevado desempleo).
7. Observando la evolución de la relación aportantes/afiliados en la Argentina, podría inferirse (tentativamente al menos) que la mejor correspondencia entre aportes y beneficios en el régimen de capitalización (*vis-à-vis* el régimen de reparto) ha atenuado la caída de la cobertura previsional posreforma, explicable a partir de la mayor presión impositiva efectiva so-

bre el empleo y las más estrictas condiciones para acceder a beneficios previsionales después de 1994. En efecto, si bien la disminución de esta relación a lo largo del tiempo se debe a que en la categoría de afiliados hay individuos que en algún momento ingresaron al sistema pero posteriormente dejaron de realizar aportes por diferentes motivos (por ejemplo, porque quedaron desocupados, emigraron, pasaron a ocupaciones informales u ocupaciones sin obligación de realizar aportes –pasantías–, o simplemente se retiraron del mercado laboral), sólo algunos de los cuales obedecen a una decisión voluntaria de evitar realizar los aportes previsionales, debe notarse que la caída en esa relación fue particularmente mayor en el caso de los afiliados al régimen de reparto que para los afiliados al régimen de capitalización.

#### **4.2. Indicadores de desempeño de las reformas previsionales en América latina**

El análisis se hizo sobre la base de la evidencia recolectada de ocho países de América latina, siete de los cuales realizaron la reforma previsional en los noventa (Perú, Colombia, Argentina, Uruguay, Bolivia, México y El Salvador) y Chile que realizó la reforma a principios de la década de 1980. La verificación de las hipótesis planteadas puede realizarse a partir del análisis de los siguientes indicadores cuantitativos de las reformas en cada uno de esos países:

1. Evolución de la comisión neta promedio (medida como porcentaje del salario, que es la medida relevante, y como porcentaje del aporte bruto) desde el inicio del nuevo sistema, año tras año.
2. Evolución de traspasos anuales (porcentaje de traspasos sobre aportantes), año tras año.
3. Incidencia de gastos de comercialización (incluyendo promoción) sobre gastos totales de las AFP (netos del costo del seguro de invalidez y vida), y cantidad de promotores por afiliado, año tras año.
4. Cobertura del sistema: porcentaje de afiliados que realizan aportes, y porcentaje de fuerza laboral ocupada que realiza aportes (cuidando contabilizar todos los sistemas previsionales existentes), año tras año.
5. Cantidad de AFP, computando concentración (porcentaje del mercado en dos mayores AFP) y tamaño medio (cantidad de afiliados por AFP), año tras año.

Existe una importante diversidad en la importancia del gasto comercial (que incluye publicidad y esfuerzos de ventas por medio de promotores), siendo Argentina y Bolivia los dos casos extremos (superior e inferior, respectivamente), típicamente con niveles menores al madurar cada reforma (situación que no se dio en Chile hasta que se dificultaron los traspasos a fines de 1997).

El gráfico 5 es útil para verificar que la importancia de la competencia por medio del esfuerzo promocional (medida por la cantidad de promotores

GRÁFICO 4  
GASTO COMERCIAL COMO PORCENTAJE DEL GASTO TOTAL NETO  
DEL SEGURO DE VIDA E INVALIDEZ

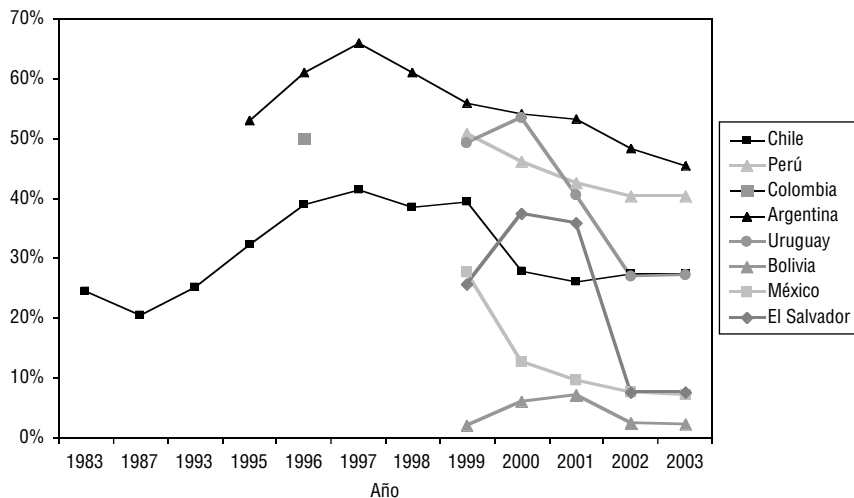
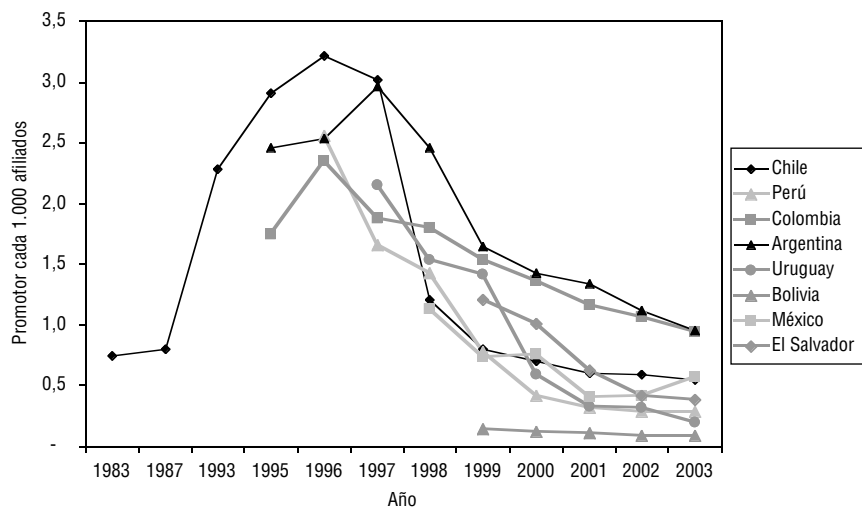


GRÁFICO 5  
EVOLUCIÓN DE LA FUERZA DE VENTA EN CADA PAÍS  
(Excluye año inicial de la reforma)



cada 1.000 afiliados) ha tendido a disminuir en todos los casos a medida que maduran los sistemas (y/o se dificultan los traspasos), siendo los países con mayor número de promotores por afiliado la Argentina y Colombia, y los que tienen menor número (salvo Bolivia) Perú y Uruguay.

Como se observa en el gráfico 6, los países con más traspasos (relativos al total de aportantes, por año) son El Salvador, Argentina, Chile y Colombia (el caso de Uruguay muestra una drástica caída en el año 2001), aunque en todos los casos, siguiendo una tendencia decreciente, frecuentemente debido a la incorporación de mayores requisitos para realizarlos (tal el caso en Chile desde 1998, Argentina desde 1998, etc.).

El gráfico 7 muestra el bajo grado de concentración de mercado que existe en la Argentina y México (en este último caso en parte por una restricción operativa sobre el tamaño máximo de las AFP), y en menor medida también en Colombia –tres de los mercados más grandes, por otra parte–, y la concentración total que hay en Bolivia y El Salvador (los dos mercados más pequeños). Así, la concentración está muy relacionada con el tamaño de cada mercado, y muestra una tendencia levemente creciente en prácticamente todos los casos.

En el gráfico 8 se muestra la evolución de las comisiones. Sin embargo, este gráfico lleva a conclusiones erróneas si se pretende diagnosticar cuáles son los costos administrativos atribuibles a las AFP. Por un lado, se incluye el costo del seguro, que es muy distinto entre países y a lo largo del tiempo en cada uno de ellos (salvo algunas excepciones). Por otro lado, en cada país las tasas de aporte sobre salarios cambian en el tiempo o difieren entre sí,

GRÁFICO 6  
TRASPASOS ANUALES  
(Porcentaje de aportantes)

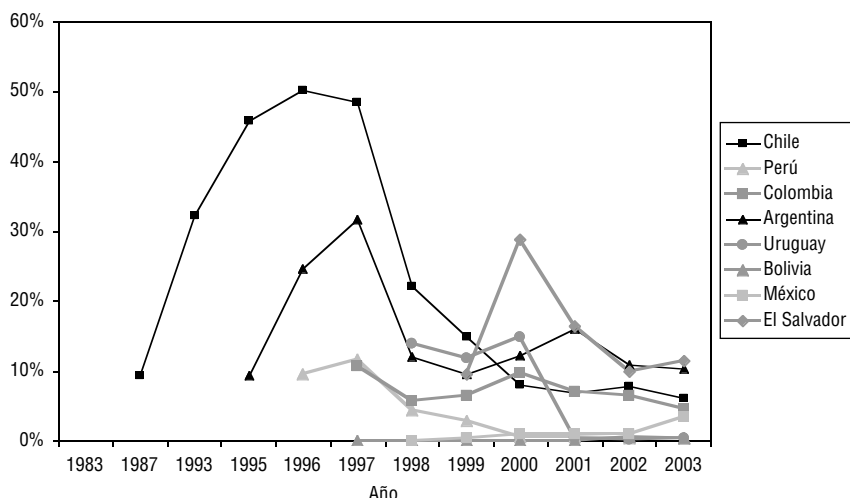


GRÁFICO 7  
CONCENTRACIÓN DE MERCADO  
(Porcentaje de fondos en dos mayores AFP)

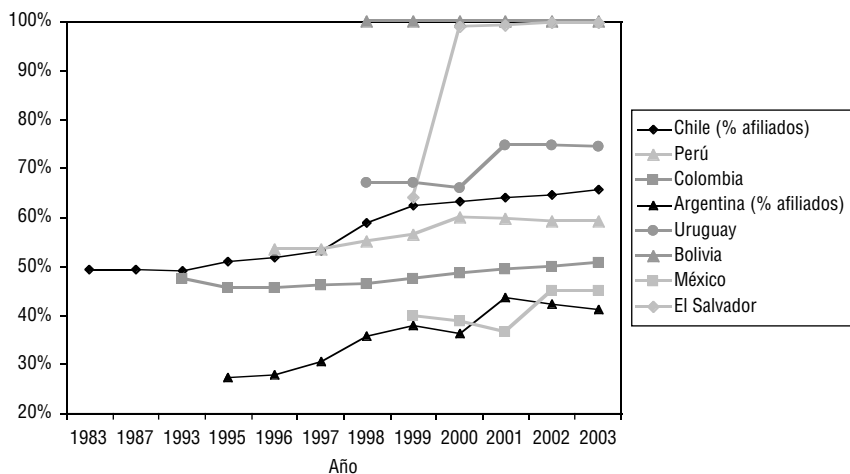
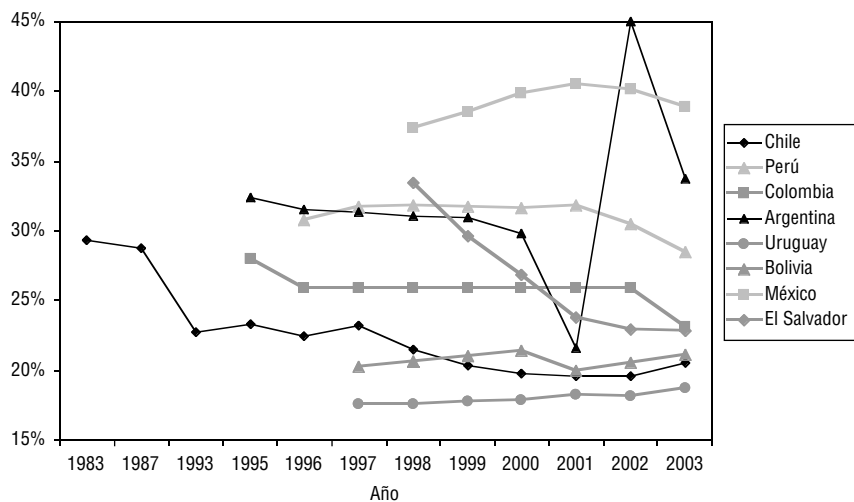


GRÁFICO 8  
COMISIÓN BRUTA DE LAS AFP  
(Porcentaje del aporte total)





cuestión que no altera los determinantes de los costos administrativos de las AFP, y puede llevar a aumentar o reducir artificialmente el valor de la comisión promedio en un país respecto del resto o en cuanto a su evolución.

El gráfico 9 evita ambos problemas, al contabilizar la comisión neta del seguro como porcentaje del salario sujeto a aportes. Se puede observar que (salvo Bolivia, país atípico por su estructura no competitiva), el resto de las comisiones tienden a caer al madurar el sistema, y en el año 2003 se ubican en un rango desde 1,5% (Argentina y Colombia) hasta 2,3% (Perú). Es decir, las comisiones en la Argentina, correctamente medidas, fueron las más altas de América latina durante la segunda mitad de la década de 1990, pero actualmente son las más bajas, cuestión explicable por la facilidad de traspasos mayor que en el resto de los casos, la más fácil comparación de comisiones unidimensionales desde el año 2001, las mayores economías de escala y la más larga maduración de la reforma (sólo superada por Chile, y prácticamente simultánea a las de Perú y Colombia). En el otro extremo, las comisiones elevadas en Perú son explicables por las dificultades impuestas para realizar traspasos (pago de US\$ 32 y trámites que se deben realizar en AFP abandonada).

En cuanto a la cobertura, puede verse la baja, y típica relación decreciente entre aportantes efectivos a las AFP y sus afiliados, con la excepción nuevamente de Bolivia, cuyo caso es atípico por varios motivos. La utilización de este indicador para medir la cobertura previsional, sin embargo, constituye un grave error. En efecto, el número de afiliados no representa en absoluto la población que debería o podría alcanzarse, y por ende no sirve para medir la cobertura previsional.

GRÁFICO 9  
EVOLUCIÓN DE LA COMISIÓN NETA DEL SEGURO  
(Porcentaje del salario sujeto a aporte)

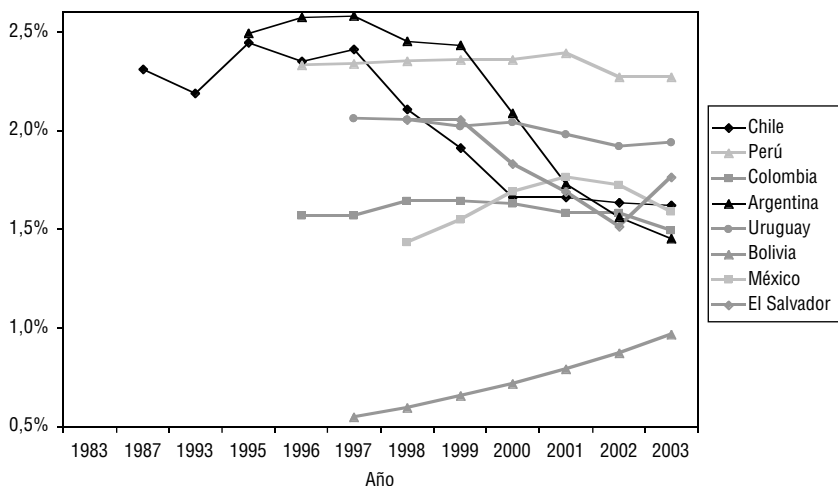
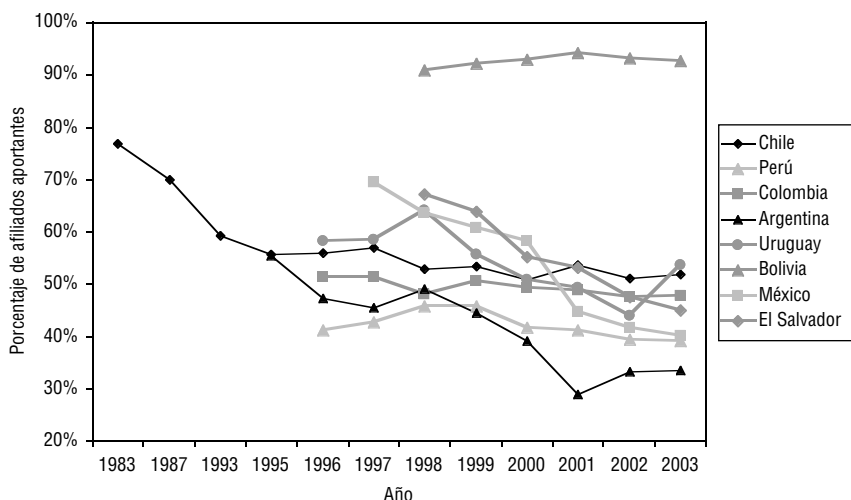


GRÁFICO 10  
EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN APORTANTES/AFILIADOS



El gráfico 11 resuelve uno de los problemas potenciales, considerando la relación entre aportantes y población económicamente activa ocupada, ya que los desocupados no tienen obligación de realizar aportes. Si bien la relación promedio es muy baja (con la excepción de Chile en este caso), su tendencia no es descendente. Subsisten sin embargo, dos problemas no resueltos: 1) considerar la situación de pobreza (no debe seriamente esperarse que un individuo que se encuentra por debajo de la línea de pobreza esté voluntariamente dispuesto a ahorrar para cubrir sus necesidades durante su vejez); 2) no se contabilizan los afiliados o aportantes a los regímenes preexistentes o de reparto remanentes.

En el gráfico 12 se “corrigen” ambos problemas, ya que la base de potenciales aportantes al régimen de capitalización se computa restando el número de afiliados (aportantes en el caso de Perú) que continúan en el régimen viejo luego de la reforma (y cuando se cuenta con información, restando también quienes aportan a cajas previsionales alternativas), y luego considerando sólo el porcentaje de población por encima de la línea de pobreza en cada país. Así, se observa un desempeño bastante positivo en el caso de Chile, y muy negativo en el caso de Perú, siendo la Argentina un caso intermedio, con una leve mejora en el tiempo producto sin embargo del crecimiento del nivel de pobreza de su población.

En última instancia, se observa una diversidad de situaciones que podrían ser explicables por las distintas regulaciones laborales y cambios en las exigencias para acceder a beneficios previsionales.

GRÁFICO 11  
COBERTURA DEL RÉGIMEN PREVISIONAL DE CAPITALIZACIÓN  
(Porcentaje de población ocupada que aporta a AFP)

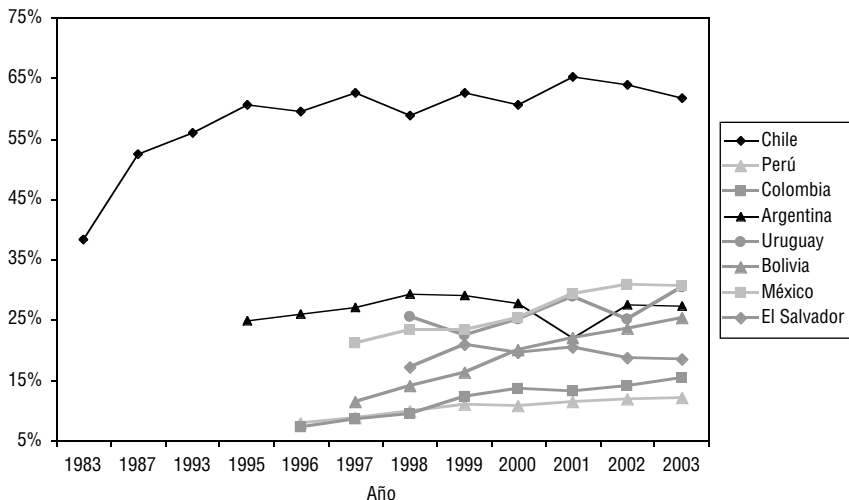
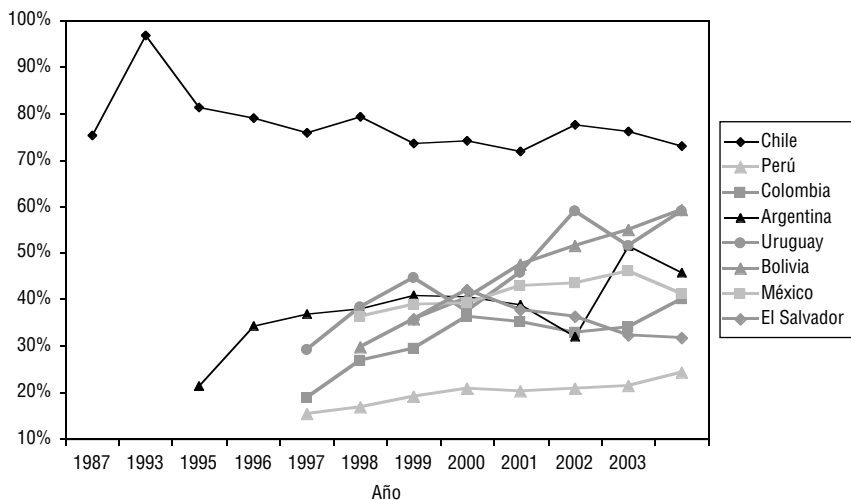


GRÁFICO 12  
EVOLUCIÓN DE APORTANTES A AFP COMO PORCENTAJE DE PEA NO AFILIADA  
A REPARTO, NO POBRE



### 4.3. Comisiones y cobertura posreforma previsional: un análisis econométrico exploratorio

En esta sección, la intención es realizar aportes a la discusión que faciliten el análisis de políticas económicas. Una pregunta que se debe formular es qué explica la diferencia en la cobertura de las AFP a través de los países y del tiempo. Ya se mencionó la pobreza y el desempleo como factores que afectan la cobertura. Los cambios en la situación macroeconómica entre países o en un país a lo largo del tiempo, si suceden después de una reforma y afectan la cobertura del sistema, pueden ser erróneamente asociados a cambios regulatorios.

Los resultados de las estimaciones econométricas<sup>2</sup> confirman que la cobertura prerreforma se encuentra significativamente asociada con la cobertura post-reforma, o sea la reforma no modifica sustancialmente las características propias de cada país que implican baja cobertura, por lo que ésta no puede atribuirse a la reforma. La pobreza es la variable más relevante para explicar la evolución en el tiempo de la cobertura así como las diferencias entre países. El PBI per cápita no resulta estadísticamente significativo, lo cual se debe a la alta correlación que tiene con la pobreza. La tasa de desempleo, si bien es estadísticamente significativa explica poco de la variación observada. Debe tenerse en cuenta que tanto la pobreza como el desempleo afectan a los aportantes y a la PEA, en primer lugar por inducir una mayor informalidad y por otro porque una caída en el ingreso familiar puede forzar a otros miembros de la familia a buscar trabajo. Si bien el resultado final es incierto, los resultados sugieren utilizar la PEA no pobre como base para el análisis de cobertura.

También se encuentra una correlación positiva con la proporción de población urbana (probablemente porque los países con mayor ruralidad tienen mayor informalidad); negativa (aunque no significativa) con el total de aportes sociales como porcentaje del salario, y positiva (pero no significativa) con los años de diferencia en la expectativa de vida y edad de jubilación. Esto sugiere que debería discriminarse entre PEA urbana y rural para la construcción de índices de cobertura.

Si en lugar de la cobertura total del sistema se utiliza la cobertura de las AFP, los resultados cambian moderadamente. En este caso se encontró que la edad del sistema tiene un efecto en la cobertura, lo que puede explicarse porque en varios países de la muestra la población que optó por el sistema de reparto fue población relativamente más vieja, en tanto que los nuevos aportantes optaron por el nuevo sistema. Esto implica que con el paso del tiempo la cobertura total de las AFP crece ligeramente.

Respecto a la concentración del mercado, a excepción de Bolivia, donde el sistema está regulado y existen sólo dos AFP, el resto de los países muestra un grado de concentración heterogéneo, medido como la cobertura de las dos mayores AFP. Para el año 2003, el índice de concentración (excluyendo Bolivia) fue del 62,3%

La estimación econométrica sugiere que existe cierta tendencia a la concentración a medida que envejece el sistema y que las regulaciones de tama-

ño máximo son efectivas en el sentido de que los países que tienen esta regulación tienen mercados menos concentrados. Sin embargo, esto no significa que las regulaciones de tamaño sean deseables, ya que de existir economías de escala se estarían incrementando artificialmente los costos, al forzar a las administradoras a trabajar a una escala menor. Lo mismo sucede con las regulaciones a la estructura tarifaria, que también se encuentran negativamente relacionadas con el nivel de concentración. La limitación a la cantidad de traspasos al año no parece afectar la concentración.

Otros resultados encontrados indican que: a) los países donde las comisiones incluyen cargos fijos tienen grados de concentración ligeramente menores, b) los países donde coexiste un régimen de reparto con el de capitalización tienen grados de concentración mayores (lo cual podría deberse a cierto grado de competencia entre sistemas), c) finalmente, incluir el tamaño del mercado (PEA) como variable explicativa no altera los resultados generales.

Respecto de las comisiones, el análisis econométrico realizado es muy preliminar, pero parece indicar que el grado de concentración influye en el nivel de comisiones: para grados de concentración muy altos un incremento de la concentración podría verse asociado con incrementos de comisiones (como porcentaje del sueldo) y no con caídas.

Finalmente, el análisis de la relación entre comisiones y aspectos regulatorios mostraría que las comisiones de las AFP tienden a disminuir al madurar las reformas, con la mayor facilidad de realizar traspasos y con regulaciones de precios que prohíban la aplicación de cargos fijos (en las cuales de hecho sólo se permiten cargos porcentuales sobre los salarios sujetos a aporte, fácilmente comparables entre administradoras).

## **5. OPORTUNISMO GUBERNAMENTAL Y RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN: LA EXPERIENCIA ARGENTINA**

La reforma previsional argentina ha recibido como crítica más reciente (además de sus elevadas comisiones, escasa cobertura, etc.), su manifiesta incapacidad para evitar comportamientos oportunistas por parte del Estado, evidenciada luego del *default* de la deuda pública a fines de 2001. De acuerdo con esta crítica, la reforma previsional fue ineficaz para evitar el oportunismo del Estado, que volvió a extraer recursos del sistema según fueron sus necesidades, del mismo modo que lo había hecho recurrentemente en el viejo sistema previsional. Como consecuencia de ello, siguiendo el razonamiento de los más críticos, la rentabilidad obtenida por las AFJP resultó muy magra, desautorizando las proyecciones “optimistas” que se realizaban al momento de lanzar el nuevo sistema en el año 1994. En este último punto, no sólo se argumenta sobre la conveniencia de haber elegido el régimen de reparto, sino también sobre la conveniencia de haber mantenido activos en moneda extranjera como forma de evitar la pérdida de valor de los ahorros previsionales producto de la devaluación de 2002.

En términos absolutos, es obvio que el rendimiento previsional hubiera sido mayor si la exposición a los títulos públicos hubiese sido menor. Esto,

sin embargo, supone la ausencia de restricciones en la colocación de fondos por parte de las administradoras y que las AFJP deberían tener previsión perfecta en la selección de instrumentos financieros.

La evaluación de la reforma en su conjunto, y de las decisiones de inversión de las AFJP, debe realizarse considerando todo el período relevante para el ahorro previsional, ya que sería ingenuo pretender que siempre la cartera seleccionada por las AFJP corresponde a las mejores opciones. Esto implica que las decisiones de cartera de las AFJP deben evaluarse en un horizonte extenso, comparándolas con alternativas razonablemente factibles, y tomando en cuenta también las restricciones impuestas por la regulación prudencial específica.

En el capítulo 5 se formula una comparación entre las rentabilidades netas de comisiones y costos del seguro con las rentabilidades alcanzadas por tres mecanismos alternativos: a) el sistema ideal de reparto, b) el régimen de reparto tal cual funciona en la Argentina, y c) la tenencia de “dólares colchón”.

El análisis permite inferir que tanto las rentabilidades equivalentes como los haberes previsionales del régimen de capitalización son muy superiores a los de las otras alternativas, particularmente respecto de la opción de reparto efectivamente vigente. Estas ventajas son aún mayores considerando una vida laboral activa con treinta y cinco años de aporte en vez de sólo treinta años (mínimo requerido).

La opción de reparto tal como ha sido diseñada en la Argentina, con rentabilidades anuales equivalentes negativas en los casos indicados (salvo cuando la inflación es del 1% anual, el salario crece al 2% real, y se consideran treinta y cinco años de aportes) es la peor opción entre todas. En situaciones de estabilidad y cumplimiento de los compromisos fiscales las diferencias de rentabilidad dependen básicamente de los respectivos diseños. Sin embargo, existen otras características intrínsecas. En primer lugar, existe una potencial diferencia de eficiencia en la administración de los fondos en ambos regímenes: las AFJP deben competir entre sí, mientras que tienen menor incentivo a potenciar la tasa interna de retorno vía una minimización de costos. En este sentido, el 0,85% por año que define la PAP podría elevarse al 1% si la administración pública fuese más eficiente o si el sistema residual no se financiara con aportes personales de los afiliados actuales. En segundo lugar, ante el incumplimiento de compromisos públicos, la exposición de los ahorros a esa acción puede variar entre ambos regímenes: resulta claro que la rentabilidad de las carteras de las AFJP se vio afectada por la exposición a la deuda pública posteriormente en *default*, pero también es claro que otras disrupciones asociadas con éste (devaluación, ruptura generalizada de contratos, crisis política, social e institucional) afectan los salarios reales de los aportantes y con ello la rentabilidad alcanzada por los futuros beneficiarios del régimen de reparto.

En definitiva, evaluado en sus once años de existencia y proyectando los resultados posteriores al *default* hacia el futuro, la reforma previsional permitió a los nuevos afiliados al régimen de capitalización protegerse de la penalización de sus ahorros que habrían sufrido en el régimen de reparto, aun

en un régimen ideal, pero mucho más aún en el régimen de reparto argentino. A diferencia de los depósitos en dólares en el sistema financiero, en los cuales la moneda de origen no fue respetada, en el caso de la reforma previsional jamás hubo una garantía de rendimientos positivos (salvo en el caso de Nación AFJP, con un rendimiento garantizado del 4% real anual que se ha respetado holgadamente), y mucho menos garantías sobre el mantenimiento en dólares de los ahorros (aun cuando una proyección razonable, tal como se llevó a cabo en este capítulo, permite ver que esa garantía igualmente habría sido holgadamente sobre-cumplida por todas las AFJP, ya que el rendimiento de sus carteras genera un beneficio previsional significativamente superior al alcanzable por medio del simple ahorro en dólares de colchón).

## 6. EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE LOS HABERES Y DEL DÉFICIT DEL SISTEMA PÚBLICO

A pesar del congelamiento de haberes individuales a partir de la Ley de Solidaridad Previsional, los haberes promedio en moneda corriente mantuvieron una tendencia creciente. Como el haber medio del sistema es el promedio de lo que perciben los beneficiarios, el aumento se debe básicamente al cambio en la composición de los beneficiarios. A medida que transcurre el tiempo la proporción de beneficiarios del nuevo sistema se incrementa, y con el cambio de diseño de 1994 los haberes de los nuevos jubilados fueron más altos. Mientras el haber mínimo jubilatorio en el viejo sistema era de \$ 150, en 1994 la PBU se fijó en \$ 157,5, para incrementarse a \$ 200 desde mediados de 1997. Con ello los nuevos jubilados se aseguraron en promedio haberes nominales más altos que los beneficiarios del viejo sistema.

En términos reales, en los años ochenta, la jubilación real media mantuvo una tendencia descendente, a tono con la declinación del producto por habitante. Esta tendencia comenzó a revertirse a partir de 1992, y se acentuó en 1993, en el periodo inmediato previo a la reforma. El aumento durante los noventa fue producto de la estabilidad de precios, de los cambios de composición mencionados, y de una recomposición individual en los haberes que redujo la proporción de beneficiarios que percibían el haber mínimo: mientras en 1993 el 62% de los beneficiarios tenían un haber de \$ 150, este porcentaje se redujo al 28% en 1994. A partir de 1994 la tendencia se redujo levemente.

A mediados de 2002 comienzan nuevamente los aumentos de suma fija a las jubilaciones, achatando la pirámide. Estos aumentos hicieron que la pirámide de haberes volviera a achatarse, con lo cual, al mantenerse el resto de los haberes sin variación, la proporción que percibía la mínima se elevó hasta casi el 40% a fines del año 2003 y al 61% a fines de 2004. Este achatamiento de la pirámide rompe la (ya escasa) relación entre contribuciones y beneficios, y en la medida en que se vea como una característica del sistema público de pensiones, reduce los incentivos a aportar.

### 6.1. La elección entre reparto y capitalización

La prevalencia de un sistema sobre otro depende básicamente de la rentabilidad en el sistema de capitalización, del crecimiento del salario, y del porcentaje del salario efectivamente capitalizado, es decir de la diferencia entre la tasa de aporte al sistema y la comisión que cobran las AFJP. Una mayor rentabilidad del sistema implica mayor acumulación de fondos en el sistema de capitalización, lo que se traduce en un mayor haber al momento del retiro. Esto requiere un mayor salario en los últimos diez años, es decir un mayor crecimiento del salario para equiparar ambos pagos.

En el gráfico 13 se muestran las relaciones entre tasa de crecimiento del salario, rentabilidad, inflación y tasa de aporte que igualan la renta vitalicia y la PAP al momento del retiro para treinta y cinco años de aporte. Por cada punto de crecimiento en la rentabilidad se requiere aproximadamente un incremento adicional de 1,29 puntos de aumento en el salario real para equiparar ambos sistemas. Para niveles de rentabilidad del 3,6% –e inflación cero– el crecimiento del salario real que hace indistinta la elección entre ambos sistemas es del 2,2% (lo cual resulta elevado considerando que en los últimos diez años el salario cayó un 15,4%, es decir a una tasa del -1,65% anual) mientras que para una rentabilidad real del 10% el salario real debería crecer al 10,4% para que ambas opciones resulten indistintas.

La presencia de inflación modifica los resultados. En realidad la inflación no es el factor relevante, sino el ajuste que se efectúa en los salarios en el sistema de reparto al momento de calcular el haber. En el gráfico 14 se

GRÁFICO 13  
CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
Según nivel de rentabilidad

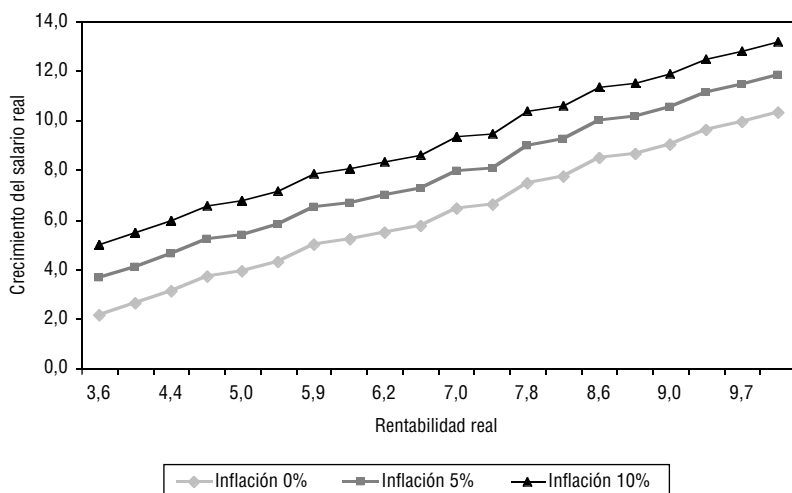
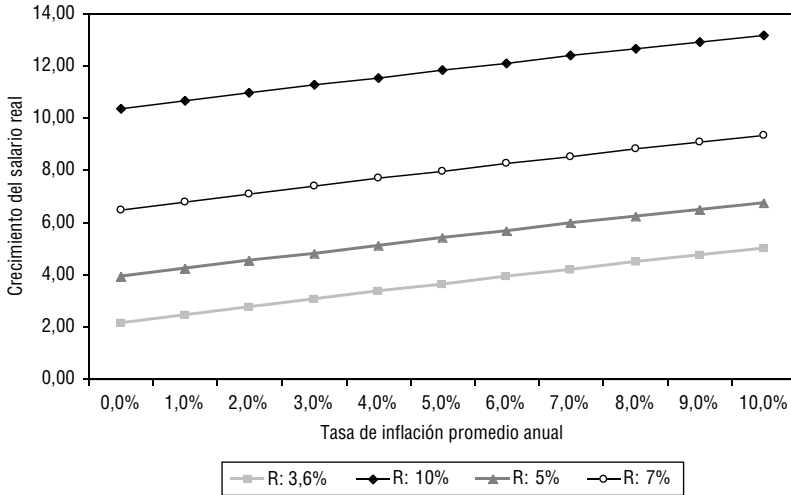




GRÁFICO 14  
CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
EN PRESENCIA DE INFLACIÓN



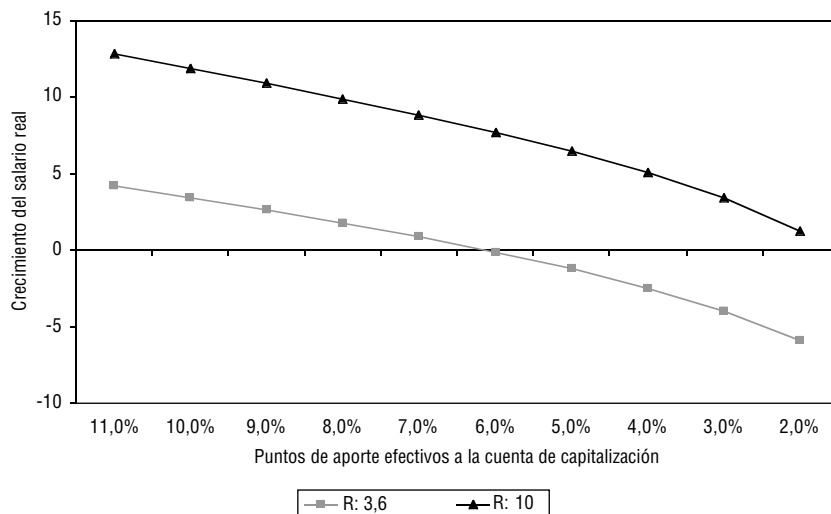
muestra el crecimiento del salario real necesario para equiparar ambos regímenes para dos niveles de inflación y en ausencia de ajuste del salario al momento del cómputo. Idéntica rentabilidad real lleva a diferentes equilibrios. Cada punto de inflación requiere un incremento del salario real de adicional al requerido para compensar la rentabilidad, a fin de equiparar el haber de reparto con el de capitalización. Es decir, si en ausencia de inflación para una rentabilidad real del 3,6% era necesario un incremento del salario del 2,2%, con una inflación del 1% anual constante se requiere que el salario crezca 0,31 puntos adicionales para que ambos pagos sean idénticos. Para la misma rentabilidad, pasar de una tasa de inflación del 9% al 10% requiere un aumento del salario de 0,26 puntos superior. Estos números varían marginalmente si se computan para rentabilidades superiores.

Distintas tasas de aporte efectivo a la cuenta de capitalización individual alteran los resultados. Menores tasas de aporte efectivo, ya sea por menor tasa de aporte legal o mayor comisión, implican una menor acumulación de fondos, menor haber al momento del retiro y por lo tanto una menor tasa de crecimiento del salario real para que ambos sistemas sean idénticos.

El gráfico 15 muestra la relación rentabilidad real-crecimiento del salario para una tasa de aporte del 11% (y comisión de 2,5 puntos del salario) y para la tasa de aporte actual del 7% (que es la que actualmente rige) con igual comisión, en el caso de ausencia de inflación.

Mantener la tasa de aporte actual en el tiempo implica mejorar la posición relativa del régimen de reparto, en el sentido de que ante la expectativa de bajo incremento del salario real a lo largo de la vida laboral lo hacen preferible al sistema de capitalización.

GRÁFICO 15  
 CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
 Según tasa de aporte y nivel de rentabilidad



Entre 1994 y 2004 el salario real promedio en el sector formal, mejor dicho el salario real de los aportantes al sistema, cayó, mientras que la inflación promedio fue del 4,4% anual, aunque en ninguno de los dos casos –evolución del salario real e inflación– el comportamiento fue constante a lo largo del tiempo, sino más bien tanto la caída del salario como el rebrote inflacionario se concentraron en los últimos años.

Desde el año 2000, la rentabilidad del sistema de reparto, es decir el nivel de rentabilidad que iguala las prestaciones, sólo fue inferior a la de la capitalización en dos años (2002 y 2004). Es decir, quienes se retiraron esos años obtuvieron una prestación mayor en el sistema de capitalización que en el de reparto. Para el resto de los años la situación fue la inversa, lo cual era esperable al momento de establecer el régimen ya que las proyecciones realizadas al inicio del sistema mostraban, en el supuesto de una rentabilidad moderada, que el sistema de reparto era la mejor opción para individuos con edades superiores a los cuarenta y cinco años.

Sin embargo, no sólo importa el nivel del haber al momento de su determinación, sino su evolución posterior. Como ya señaló, los haberes a cargo del sector público permanecieron constantes en términos nominales hasta septiembre del 2004. No ha ocurrido lo mismo con los haberes a cargo del sistema de capitalización. Las rentas vitalicias se ajustan por la evolución de las inversiones de la compañía a la cual está afiliado, existiendo un mínimo para el ajuste anual del 4% estipulado legalmente (hasta el año 2001 se fijaban en dólares y tras la salida de la convertibilidad fueron pesificadas a

CUADRO 6  
RENTABILIDAD  
(En porcentajes)

	Reparto	Capitalización
2000	12,5	10,9
2001	12,5	7,8
2002	8,2	10,3
2003	12,6	10,4
2004	7,3	9,4

Fuente: FIEL.

CUADRO 7  
EVOLUCIÓN DEL HABER SEGÚN RÉGIMEN JUBILATORIO Y AÑO DE RETIRO

Año de retiro	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia
2000	46,43	44,44								
2001	46,43	46,22	56,30	47,98						
2002	46,43	64,70	56,30	67,17	66,26	72,06				
2003	46,43	67,29	56,30	69,86	66,26	74,95	76,70	68,14		
2004	51,07	69,98	61,93	72,65	72,89	77,94	84,37	70,86	87,25	98,68
2005	51,07	72,78	61,93	75,56	72,89	81,06	84,37	73,70	87,25	102,62

1,40), en tanto que los retiros programados se ajustan por la evolución del fondo de la AFJP a la que el beneficiario esté afiliado. La mayor parte de las jubilaciones de capitalización se pactan como rentas vitalicias.

Si bien para algunos años las rentas vitalicias determinadas al momento del retiro fueron inferiores que los haberes de capitalización correspondientes, en la mayoría de los casos la evolución del haber recuperó la diferencia inicial y se encuentra por encima del valor para los haberes de reparto.

## 6.2. Los haberes en la transición, tras la reestructuración de la deuda

Un punto central en la discusión de la reestructuración de deuda, en lo que se refiere al sistema de pensiones, es el impacto que tendrá sobre los ha-

CUADRO 8  
PROYECCIÓN DE LOS HABERES PARA DISTINTOS AÑOS DE RETIRO,  
DIFERENTES NIVELES DE "QUITA" Y DISTINTAS TASAS DE APORTE<sup>1</sup>

Nivel de la quita							
		20%		37%		Sin Quita	
		Aporte al		Aporte al		Aporte al	
		7%	11%	7%	11%	7%	11%
Individuo que se jubila en 2005							
	PAP	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia
2006	107,6	112,3	115,8	88,4	91,2	140,4	144,7
Individuo que se jubila en 2015							
2016	255,6	349,5	421,8	290,3	360,9	419,0	493,6
Individuo que se jubila en 2023							
2024	475,5	1173,4	1493,1	997,6	1.312,0	1.380,1	1.706,3

Supuestos: para el año 2005 aumento del salario real del 1.9% y para los años subsiguientes del 1.5%. En cuanto a la rentabilidad se supuso una rentabilidad real después de la quita del 9.5%.

1. Estimaciones realizadas de acuerdo con el salario medio de aporte al sistema previsional.

beres de capitalización. La estimación de la quita promedio, suponiendo que todo el impacto recae al momento de la reestructuración, es decir suponiendo que los títulos canjeados cotizan a valor de mercado desde el inicio, se estima entre el 20 y 37%, dependiendo de la cotización que finalmente tengan estos títulos. El impacto sobre el haber jubilatorio no sólo tiene que ver con la "quita" que se establezca, sino también con el momento en el que el individuo se retira. Para aquellos más próximos al momento del retiro, el impacto sería mayor dada la imposibilidad de recomponer el valor del fondo a través de mayores aportes y mayores rentabilidades futuras. A continuación se muestra el impacto que tendría sobre los haberes la quita plena al inició.

La primera cuestión relevante, la pérdida por la "quita", es decir la reducción en el haber, disminuye en el tiempo. Para quienes se jubilan inmediatamente a la pérdida, sería plena. Para quienes siguen en el sistema, el flujo de aportes la va licuando. Cabe señalar que en este ejercicio, sólo en el caso de la quita máxima (37%) y para los haberes determinados para el año 2006, el sistema de capitalización presenta jubilaciones menores que en el sistema de reparto. Después de la quita, aun con una tasa de aporte al sistema del 7%, manteniendo la rentabilidad real del sistema que se verificó hasta el año 2004, la capitalización resultaría la mejor opción.

**CUADRO 9**  
**EVOLUCIÓN DE HABERES EN LA TRANSICIÓN, SEGÚN ESCENARIOS DE QUITA**

	PAP	Tasa de Aporte 7%					Tasa de Aporte 11%				
		Sin quita	Quita del 20%		Quita del 37%		Sin quita	Quita del 20%		Quita del 37%	
			Quita al inicio	Quita en 10 años	Quita al inicio	Quita en 10 años		Quita al inicio	Quita en 10 años	Quita al inicio	Quita en 10 años
2005	98,99	140,38	105,64	132,05	83,19	132,05	144,71	108,85	136,06	85,72	136,06
2006	111,05	158,03	119,99	146,06	95,41	143,18	166,65	127,38	154,46	102,05	151,78
2007	124,00	177,43	135,78	161,17	108,86	154,96	190,79	147,79	174,38	120,06	168,53
2008	137,66	198,74	153,13	177,46	123,65	167,43	217,36	170,28	195,94	139,91	186,36
2009	152,02	222,13	172,19	195,02	139,92	180,62	246,58	195,02	219,27	161,77	205,34
2010	167,21	247,82	193,13	213,95	157,79	194,58	278,70	222,24	244,50	185,83	225,53
2011	183,51	276,02	216,13	234,35	177,44	209,34	314,00	252,18	271,77	212,31	247,01
2012	200,10	306,96	241,39	256,32	199,02	224,94	352,79	285,09	301,25	241,44	269,85
2013	215,93	340,92	269,11	280,00	222,72	241,44	395,39	321,27	333,11	273,47	294,13
2014	230,47	378,17	299,55	305,49	248,74	258,88	442,18	361,02	367,52	308,67	319,94
2015	244,20	419,03	332,94	332,94	277,31	277,31	493,56	404,69	404,69	347,36	347,36
2016	259,39	463,85	369,58	369,58	308,67	308,67	549,95	452,64	452,64	389,87	389,87
2017	274,98	513,01	409,78	409,78	343,08	343,08	611,85	505,29	505,29	436,56	436,56
2018	290,99	566,91	453,87	453,87	380,83	380,83	679,77	563,09	563,09	487,83	487,83
2019	307,41	626,01	502,23	502,23	422,25	422,25	754,29	626,52	626,52	544,12	544,12
2020	324,25	690,80	555,27	555,27	467,69	467,69	836,04	696,13	696,13	605,90	605,90
2021	341,54	761,82	613,42	613,42	517,52	517,52	925,71	772,51	772,51	673,70	673,70
2022	359,26	839,68	677,17	677,17	572,16	572,16	1024,05	856,29	856,29	748,10	748,10
2023	377,45	925,01	747,07	747,07	632,08	632,08	1131,88	948,19	948,19	829,72	829,72
2024	396,10	1021,75	826,90	826,90	700,99	700,99	1253,34	1052,20	1052,20	922,47	922,47
2025	415,22	1127,81	914,45	914,45	776,58	776,58	1386,54	1166,29	1166,29	1024,24	1024,24
2026	434,83	1244,08	1010,45	1010,45	859,49	859,49	1532,61	1291,44	1291,44	1135,89	1135,89
2027	454,93	1371,53	1115,71	1115,71	950,40	950,40	1692,77	1428,68	1428,68	1258,36	1258,36
2028	475,54	1380,12	1124,30	1124,30	958,99	958,99	1706,27	1442,18	1442,18	1271,86	1271,86

Fuente: elaboración propia.

De todos modos, lo más probable es que se minimice la pérdida para quienes se acojan al retiro en los primeros años después de la reestructuración, permitiendo la valuación de los nuevos bonos a la par, lo que impide la reducción del fondo en valor nominal, con un sendero hacia la valuación de mercado en un lapso aún no definido. Este mecanismo se traducirá en una menor rentabilidad en los años siguientes con lo cual se redistribuye la pérdida entre todos los potenciales jubilados, reduciendo la de los actuales y aumentando la de los futuros.

En el caso de la quita en diez años, el haber en el décimo año (2015) sería el mismo que de realizarse la quita al momento inicial. Es decir la diferencia entre la quita al inicio y la quita en un plazo más largo afecta solamente los haberes de quienes se retiran a lo largo de ese período. Como puede verse, en general el resultado de la capitalización es superior a la elección del reparto. En el caso de la quita máxima (aplicada al inicio) y la menor tasa de aportes, el haber de reparto es mayor que el de capitalización en los primeros ocho años, mientras que tomando la tasa de aporte del 11% esto se verifica solamente en los primeros dos años.

### 6.3. La evolución del déficit y sus perspectivas

La propia estructura de la reforma implementada en la Argentina desde 1994 implicaba un período largo de transición en el cual el déficit del sistema previsional aumentaría. La reducción del déficit era un efecto de más largo plazo ya que desde el punto de vista de los gastos, el Estado debía continuar pagando las prestaciones del viejo sistema, y abonando el grueso de las prestaciones del nuevo sistema: para quienes optaron por la capitalización, el sector público debe pagarles la PBU y la PC, en tanto que para quienes eligieron el reparto, se agrega la PAP. Los pagos del sector público a los beneficiarios de capitalización se irían reduciendo en el tiempo en la medida en que cada año los nuevos jubilados registran menor cantidad de años aportados al viejo sistema reconocidos en la PC. Por otra parte, la elevada adhesión al régimen de capitalización hace que cada vez sea menor la cantidad de individuos que se retiran bajo la opción de reparto.

A diferencia de los gastos que se van reduciendo lentamente a lo largo del tiempo, los ingresos cayeron instantáneamente al momento de la reforma. El traspaso de las cajas provinciales que eran deficitarias, unido a la profundización de la reducción de aportes, hizo que el déficit previsional se multiplicara por tres en los siguientes ocho años de la puesta en marcha de la reforma, pasando del 1,2% en el año 1993 al 3,8% en el año 2000. Posteriormente el déficit se redujo en un punto, principalmente, como consecuencia de la marcha atrás de la rebaja de reducción de aportes así como por la lenta maduración del sistema.

A fines del año 2003, el déficit total del sistema provisional, considerando los ingresos propios del sistema (aportes y contribuciones determinadas para tal fin) se ubicaba en el orden de los \$ 10 mil millones. La reforma de pensiones sólo explica alrededor de un cuarto del déficit que se observa en el

**CUADRO 10**  
**COMPONENTES DEL DÉFICIT DEL SISTEMA PREVISIONAL**  
 (En porcentajes)

	Déficit subsistema previsional <sup>1</sup>	AFJP (ingresos- gastos)	Rebaja aportes personales	Déficit pcias.	Rebaja aportes patronales	Déficit sin provincia	Déficit sin pcias. ni rebaja de aportes	Déficit sin pcias. rebaja ni AFJPs
	(a)	(b)	(e)	(c)	(d)	(f=a-c)	(g=f+d)	(h=g+b+e)
1994	-1,7	0,31	0,0	0,00	0,39	-1,71	-1,32	-1,01
1995	-2,1	0,80	0,0	-0,18	0,38	-1,95	-1,58	-0,77
1996	-2,8	1,09	0,0	-0,15	0,76	-2,65	-1,89	-0,80
1997	-2,7	1,18	0,0	-0,33	0,75	-2,36	-1,62	-0,44
1998	-3,1	1,31	0,0	-0,42	0,77	-2,67	-1,90	-0,59
1999	-3,7	1,41	0,0	-0,44	1,14	-3,22	-2,09	-0,67
2000	-3,8	1,38	0,0	-0,41	1,23	-3,34	-2,11	-0,73
2001	-3,7	1,36	0,06	-0,38	1,02	-3,36	-2,32	-0,92
2002	-3,3	0,36	0,64	-0,30	0,57	-2,99	-2,42	-1,42
2003	-2,8	0,35	0,45	-0,31	0,21	-2,54	-2,33	-1,53

Nota: 1. No incluye impuestos asignados.

Fuente: Fiel, sobre la base de Seguridad Social, ANSES.

sistema. Del total del déficit del año 2003, el 13% correspondía al déficit de las provincias transferidas; el 7,5% es producto de la reducción de contribuciones patronales, y el 28% es producto de la pérdida de ingresos por la reforma, dentro de esto se contabilizan no sólo los ingresos por aportes a las AFJP, sino también la rebaja de aportes personales para quienes aportan al sistema de capitalización que rige desde fines de 2001, ya que de existir un sistema único de reparto, el nivel de aporte también sería único e idéntico al aporte que realizan quienes aportan al reparto, es decir, 11%.

#### 6.4. Proyecciones del sistema

Resulta interesante evaluar las perspectivas del déficit hacia delante. A fin de realizar las proyecciones, se supuso que de los activos aportantes al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones crecen a una tasa del 1,5% anual hasta el año 2014, del 0,9% entre los años 2015 y 2024, y del 0,8%

CUADRO 11  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
MANTENIENDO LA TASA DE APOORTE ACTUAL

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	340,97	5.789.911	14.656.862	-8.866.951
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	347,12	5.892.662	14.930.124	-9.037.462
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	352,79	6.004.546	15.163.114	-9.158.568
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	357,87	6.124.364	15.351.149	-9.226.785
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	363,38	6.253.338	15.627.028	-9.373.690
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	368,59	6.392.187	15.900.403	-9.508.216
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	373,45	6.538.906	16.163.697	-9.624.791
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	396,40	8.200.515	18.141.183	-9.940.668
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	358,76	10.175.216	18.773.041	-8.597.825
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	300,53	12.664.614	20.251.746	-7.587.133
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	272,62	15.825.150	23.200.820	-7.375.671

Fuente: estimaciones propias.

desde esa fecha hasta el año 2050. Respecto del salario sujeto a aporte, se supuso que crece durante todo el período a una tasa del 1,5% real, en tanto que los haberes del sistema crecen en promedio al 1%. En primer lugar se proyectó la evolución del déficit manteniendo la tasa de contribución patronal actual (9,5%), y luego se hizo la simulación suponiendo que a partir del año 2005 se restablece el aporte original establecido en la legislación, es decir la tasa del 16%.



**CUADRO 12**  
**EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL**  
**CON TASA DE CONTRIBUCIÓN PATRONAL DEL 16%**

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	340,97	5.789.911	14.656.862	-8.866.951
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	347,12	9.427.970	14.930.124	-5.502.154
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	352,79	9.646.708	15.163.114	-5.516.405
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	357,87	9.876.611	15.351.149	-5.474.538
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	363,38	10.118.997	15.627.028	-5.508.031
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	368,59	10.374.685	15.900.403	-5.525.718
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	373,45	10.641.775	16.163.697	-5.521.922
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	396,40	13.565.076	18.141.183	-4.576.108
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	358,76	16.950.898	18.773.041	-1.822.142
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	300,53	21.180.283	20.251.746	928.536
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	272,62	26.527.632	23.200.820	3.326.812

Fuente: estimaciones propias.

## 6.5. ¿Volver al Reparto?

Es recurrente la idea de que el elevado déficit previsional es producto de la reforma de 1993, y que volver al reparto sería la solución para eliminar el déficit existente. Si bien del total del déficit actual el 28% corresponde a ingresos que se derivan a las cuentas en las AFJP, reestablecer el sistema de reparto reduciría el déficit de caja de manera instantánea, al costo de elevar el déficit actuarial, ya que como contrapartida de los mayores ingresos el Estado se estaría comprometiendo a mayores gastos futuros porque debería afrontar el total de las prestaciones a jubilados y pensionados. Dicho de otro modo, si bien en el corto plazo los ingresos adicionales por volver al reparto serían mayores que los gastos adicionales en que incurriría, a lo largo del tiempo esto se revertiría generando un déficit creciente. Los cuadros siguientes muestran la evolución del sistema de acuerdo con el supuesto de reparto.

CUADRO 13  
CON SISTEMA DE REPARTO  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
CON TASA DE CONTRIBUCIÓN PATRONAL ACTUAL

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	346,86	10.791.954,55	14.910.018,09	-4.118.064
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	354,19	11.118.141,38	15.234.060,89	-4.115.920
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	361,17	11.454.187,20	15.523.361,10	-4.069.174
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	367,97	11.800.390,01	15.784.645,15	-3.984.255
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	375,88	12.157.056,80	16.164.890,68	-4.007.834
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	383,96	12.524.503,84	16.563.352,76	-4.038.849
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	392,13	12.903.056,97	16.972.427,90	-4.069.371
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	474,54	16.870.932,18	21.717.407,58	-4.846.475
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	541,55	21.308.750,96	28.338.204,35	-7.029.453
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	571,32	26.780.811,79	38.499.715,32	-11.718.904
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	582,84	33.658.091,06	49.601.916,54	-15.943.825

Fuente: estimaciones propias.

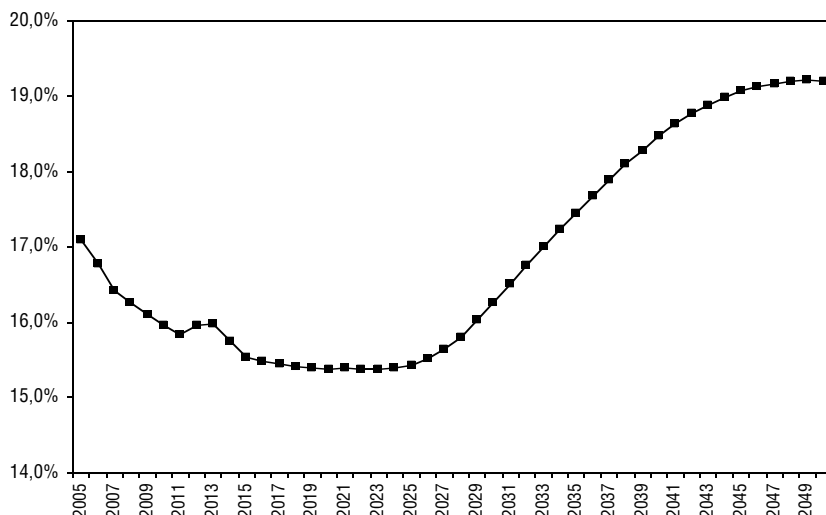
Al generalizar el reparto, la situación fiscal mejora en el corto plazo ya que el déficit de caja se reduce fuertemente, e incluso se generaría un superávit transitorio en el caso de reestablecerse el aporte patronal fijado en la legislación (16,0%). Sin embargo, este efecto beneficioso no es sostenible en el tiempo, generándose en el mediano plazo déficit que crecen en términos reales sin ninguna expectativa de reducción. Como puede verse en el gráfico 16, el retorno al sistema de reparto sólo es compatible con un aumento de la presión tributaria, es decir en este caso con tasas de aporte patronales sostenidamente crecientes a partir del año 2020, que llegan a duplicar las tasas vigentes.

CUADRO 14  
CON SISTEMA DE REPARTO  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
CON TASA DE CONTRIBUCIÓN PATRONAL DEL 16%

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	346,86	10.791.954,55	14.910.018,09	-4.118.064
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	354,19	14.643.405,72	15.234.060,89	-590.655
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	361,17	15.086.002,65	15.523.361,10	-437.358
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	367,97	15.541.977,08	15.784.645,15	-242.668
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	375,88	16.011.733,34	16.164.890,68	-153.157
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	383,96	16.495.687,98	16.563.352,76	-67.665
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	392,13	16.994.270,15	16.972.427,90	21.842
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	474,54	22.220.252,14	21.717.407,58	502.845
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	541,55	28.065.184,20	28.338.204,35	-273.020
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	571,32	35.272.288,70	38.499.715,32	-3.227.427
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	582,84	44.330.168,71	49.601.916,54	-5.271.748

Fuente: estimaciones propias.

GRÁFICO 16  
TASA DE APOORTE PATRONAL QUE EQUILIBRA EL SISTEMA PREVISIONAL  
EN EL SUPUESTO DE TODO REPARTO



## 7. CONCLUSIONES

Una síntesis de las principales conclusiones del trabajo es la siguiente.

- 1) Los *haber*es medios revirtieron la fuerte caída de la década previa y crecieron en términos reales con la reforma, hasta el año 2001 inclusive.
- 2) Con la introducción de la reforma se redujo el porcentaje de población con haber mínimo, y esa tendencia se mantuvo al aumentar la correspondencia entre contribuciones y beneficios.
- 3) La rentabilidad del aporte y los *haber*es previsionales que se obtienen del sistema de capitalización son mayores que los que resultarían de ahorrar en el sistema de reparto vigente o de ahorrar en otras formas, como en dólares billete o en un sistema de reparto “ideal”, aun de acuerdo con supuestos conservadores.
- 4) La crisis macroeconómica que derivó en default sobre la deuda pública afectó todas las formas de ahorro previsional institucional, y por esa vía redujo tanto los *haber*es de previsión del sistema de capitalización como los *haber*es de reparto (estos últimos debido a la reducción no transitoria del salario real después del default), reduciéndose la diferencia entre los beneficios esperables de ambos regímenes pero sin aproximarse a una reversión. Es decir, la introducción de un régimen de capitalización no elimina el riesgo de expropiación de los aportes, pero aun cuando tal

*expropiación se lleve a cabo puede otorgar –al menos ello ocurrió en la experiencia argentina reciente– mejores beneficios previsionales que un sistema de reparto.*

- 5) *Conforme el actual diseño, el sistema de reparto remanente castiga fuertemente los haberes en presencia de inflación. Por otro lado, los resultados de capitalización mejoran significativamente cuando se restablece la tasa de aporte del 11%, respecto de la tasa vigente del 7%.*
- 6) *La cobertura del sistema previsional se mantuvo baja con las reformas, aun cuando en medidas más apropiadas (que relacionan aportantes totales y población económicamente activa ocupada) no se observan cambios significativos. La proporción de aportantes cayó fuertemente entre los que se mantienen en reparto más que entre quienes están afiliados a capitalización, de lo que se infiere que el problema de menor cobertura no está vinculado a la introducción del subsistema de capitalización, sino con otros factores del mercado laboral y del sistema tributario.*
- 7) *La crítica habitual referida al elevado costo de las comisiones del régimen de capitalización no puede validarse empíricamente. En efecto, el nivel de las comisiones en la Argentina es estándar respecto de lo observado en los regímenes de capitalización vigentes en la región.*
- 8) *La reforma redujo el déficit actuarial del sistema, pero se realizó en un contexto de deterioro del déficit de caja de corto plazo. El aumento del desempleo forzó reformas en el mercado de trabajo que incluyeron una reducción significativa de las contribuciones patronales, y esto debilitó aún más la posición fiscal. En este sentido, la reforma de pensiones se asoció con un mayor desequilibrio de corto plazo que aumentó la percepción de riesgo macroeconómico.*
- 9) *La ausencia de disciplina fiscal durante la década de 1990 se sumó a la persistencia de altas tasas de interés para refinanciar los vencimientos de deuda pública en el mercado voluntario. Ello indujo una actitud miope del Gobierno, particularmente entre los años 2001 y 2002, que forzó la colocación de fondos de las AFJP en bonos del gobierno. A partir del default y la recuperación de las cuentas públicas desde el segundo semestre del año 2002, el Gobierno redujo su demanda de financiamiento en las AFJP. La recuperación de la recaudación y el virtual congelamiento de jubilaciones permitieron una reducción significativa del déficit de caja del sistema desde el 3,8% del PBI en el año 2000 a menos del 2% en el año 2004. Es decir que la reducción del déficit de caja de la previsión operó por mecanismos de corto plazo de aumentos de recaudación y contención del gasto en jubilaciones.*
- 10) *La vuelta a un esquema de reparto no sólo empeoraría la posición de los futuros jubilados (que percibirán menores haberes que los que resultan de un régimen de capitalización), sino que deterioraría la posición fiscal tanto de caja como actuarial. Sin embargo, el atractivo político de un régimen que mejora los resultados durante una o dos décadas es probablemente muy elevado, a pesar de que lleve al colapso en décadas posteriores.*

Del decálogo previo surgen recomendaciones que distan mucho de proponer una *contrarreforma* del sistema, en términos de reducir la componente de capitalización o elevar la intervención pública. Por el contrario, la experiencia argentina y de los países de la región sugiere que existe espacio para profundizar reformas en varias dimensiones, que procuren reducir el canal que va desde la crisis fiscal a la apropiación de los fondos previsionales. Entre estas reformas se destacan cuatro cuestiones.

- 1) No hay razones para mantener la *opción actual de reparto* en la medida que el sistema ya contiene un pilar público redistributivo. La opción de reparto actual es casi siempre inferior para quien la elige y sólo puede justificarse en términos de miopía de elección o la percepción de que existirán futuras expropiaciones de los fondos de capitalización. Esto último equivale a asumir el fracaso en la organización de un mercado de capitales doméstico de largo plazo (sólo invertirían en él los rehenes del sistema). En el mediano y largo plazo este cambio implica una profunda transformación en la administración del sistema, ya que se reduce no sólo la probabilidad de fraude, sino que buena parte de la administración puede ser realizada en forma privada y descentralizada.
- 2) El sistema admite diversas reformas que permitan mejorar la relación entre contribuciones y beneficios. En particular debería procurarse una *mayor proporcionalidad entre los aportes y los haberes*. Actualmente, aquellos que no computen el total de años establecidos por ley, sólo pueden acceder al beneficio por edad avanzada al cumplir los setenta años, con una quita del 30% en la PBU. Esto reduce el incentivo de realizar aportes para aquellos que ya han cumplido con los diez años que requiere el beneficio por edad avanzada y no tienen expectativas de cumplir con el requisito total establecido para los beneficios del sistema público. Una forma de mantener los incentivos a permanecer en el sistema sería la de adecuar los pagos del sistema público en términos de los años de aportes realizados.
- 3) *La debilidad política de los regímenes de capitalización para resistir a confiscaciones oportunistas del poder político debe ser analizada en un contexto más amplio*, teniendo en cuenta que el ahorro previsional en su conjunto no contenía una promesa de rendimiento en dólares, sino sólo una promesa implícita de rendimiento en términos reales, ya que la garantía se limitó a una rentabilidad mínima vinculada al promedio del sistema. Por un lado, no caben dudas de que una fuerte posición en títulos de la deuda pública, con regulaciones estrictas que limitan la diversificación de la cartera con activos relativamente más seguros (en el exterior), facilita el financiamiento de déficit presupuestarios del Gobierno nacional y podría llevar a comportamientos irresponsables que a futuro impongan una fuerte reducción del valor efectivo de esas colocaciones. Pero, por otro lado, corresponde notar que en lo que respecta al caso argentino, la reducción (o sinceramiento) del valor de los títulos públicos en manos de las AFJP ha significado, en el peor de los casos, una “expropiación” temporalmente acotada en términos de dólares a una parte (aunque significati-

va) de la cartera de las AFJP, sin que ello significara un beneficio previsional menor al correspondiente a un aportante al régimen de reparto, ni una rentabilidad real negativa o siquiera insuficiente sobre el conjunto de las inversiones de las AFJP.

## NOTAS

1. En este caso se supuso que, en ausencia de reforma, los gastos habrían crecido un 3% por año, la mitad por aumento en el número de beneficiarios, y la otra mitad por mejoras en las prestaciones medias. Estas hipótesis se basan en un crecimiento de tendencia de los beneficiarios netos, aunque subestiman la mejora promedio efectiva que tuvo lugar en las prestaciones públicas luego de la reforma.

2. La estimación se realizó con información para ocho países y aproximadamente diez años, obteniéndose así un panel de ochenta observaciones. Se consideraron dos modelos alternativos, uno con efectos fijos y otro con efectos aleatorios.





---

## INTRODUCCIÓN

Tanto en América latina como en otras partes del mundo, la salud de los sistemas previsionales del siglo XX fue deteriorándose a lo largo del tiempo, pasando de posiciones superavitarias iniciales (cuando nacen los sistemas, dado el reducido número de beneficiarios) a posiciones deficitarias al madurar esos sistemas, según fuesen las bondades de la estructura de beneficios diseñada, los requisitos de aportes, la eficiencia con que se administraron los superávits iniciales, la evolución demográfica, etc. Ante esta situación de desequilibrio, hacia fines del siglo XX (Chile fue pionero en 1981), varios países encararon reformas estructurales de sus sistemas previsionales, que incluyeron cambios en los requisitos de aportes (edades y años) y en la definición de beneficios (vínculo con aportes, etc.), juntamente con importantes modificaciones en la administración de esos sistemas, incluyendo la capitalización individual de aportes previsionales con distinto alcance.

Durante los últimos veinte años varias reformas previsionales en América latina introdujeron regímenes de capitalización y competencia entre prestadores privados en función de distintos objetivos y expectativas/promesas macroeconómicas (reducción de déficit fiscal, contribución al ahorro privado, profundización del mercado de capitales, etc.) y microeconómicas (mayores beneficios previsionales como consecuencia de una mejor selección de la cartera de inversiones debido a la competencia entre prestadores alternativos, mayor cobertura espontánea en función de la mayor correspondencia entre aportes y beneficios individuales, etc.).

La discusión/debate sobre las ventajas de los esquemas de capitalización y competencia con aportes definidos y prestaciones indefinidas *vis-à-vis* la administración central de esquemas de reparto (llamados generalmente también “*pay-as-you-go*” (PAYG)) con prestaciones definidas continúa vigente actualmente en América latina, a pesar de que más de la mitad de los países de la región ha encarado reformas de este tipo. El debate está centrado en las consecuencias macro y micro de esas reformas. Entre las últimas, se cuestiona centralmente lo siguiente:

- 1) El alto costo administrativo de las administradoras de pensiones (AFP), atribuido en general a un “exceso” de gasto comercial (y promocional) al que “obliga” la posibilidad que tienen los afiliados de realizar traspasos entre AFP varias veces al año, y a veces también explicado por la rigidez tarifaria (“no discriminación”) típicamente vigente en las regulaciones aplicables a las administradoras.
- 2) Insuficiente cobertura previsional, a veces identificada a partir de una baja y decreciente relación entre aportantes (o cotizantes) y afiliados.
- 3) La fragilidad del sistema ante acciones oportunistas del Estado que tienen consecuencias confiscatorias sobre los ahorros privados, en particular como consecuencia del alto peso que los títulos de la deuda pública tienen sobre las carteras de inversión de las AFP en varios países de la región (y a la luz del *default* sobre la deuda pública declarado por la Argentina a fines de 2001).

En la Argentina el debate sobre estas cuestiones ha crecido en los últimos años, en particular desde la crisis macroeconómica que –particularmente por el *default* sobre la deuda pública– afectó en forma directa el valor de los fondos de pensión. Al cabo de una década de la reforma inicial del sistema, si bien persisten características del régimen de pensiones que demandan reformas adicionales, diversos proyectos elaborados en los últimos cuatro años tienden a desconocer la experiencia argentina e internacional en esta materia, al promover cambios que pueden deteriorar aún más los indicadores del sistema. El objeto de esta investigación se propone, por lo tanto, evaluar en primer lugar el impacto de la reforma de pensiones en la Argentina en sus principales dimensiones, revisando la validez empírica de las críticas que se han formulado, explicar los éxitos y fracasos relativos en cada dimensión, con el objeto de determinar en qué aspectos deberían centrarse nuevas reformas eventuales. A partir de allí, y sobre la base de la abundante experiencia internacional en este campo –en particular en los propios países de América latina– se formulan recomendaciones para procurar un mejor funcionamiento del sistema.

El primer capítulo evalúa la teoría y práctica de los sistemas previsionales, presentando una taxonomía de los sistemas y la evidencia empírica de las reformas recientes en el mundo. El segundo capítulo pasa revista a las características de los regímenes de previsión hasta la reforma de 1993, evaluando las razones que llevaron a ese cambio de régimen. Se presentan los rasgos principales del sistema actual, incluyendo las sucesivas modificaciones introducidas, y se evalúan los distintos intentos de reforma en particular en el período que va desde el año 2000 a la actualidad. El capítulo 3 realiza un detalle pormenorizado de las inversiones de los fondos de jubilaciones y pensiones, y los cambios normativos (particularmente entre el año 2000 y 2003) que llevaron a una elevada exposición de las carteras de las administradoras en bonos públicos. A partir de allí se presenta una evaluación del impacto de la reestructuración de la deuda pública sobre el valor de los fondos de jubilaciones y pensiones en distintos escenarios de canje. Los capítulos 4 y 5 ofrecen un diagnóstico global de la reforma de la previsión en la Argentina, y en términos

más amplios en los países de América latina, discutiendo por una parte cuáles eran las consecuencias esperadas de las reformas y cuáles fueron sus resultados, en tres aspectos clave: a) las comisiones del sistema; b) la cobertura, y c) la solidez del sistema frente a actos confiscatorios del poder público. El capítulo 6 complementa el diagnóstico al presentar la evolución de los haberes en los distintos regímenes desde 1994 a la fecha, además de formular proyecciones financieras del sistema en diversos escenarios. El último capítulo formula un conjunto de recomendaciones que se deben tener en cuenta en una eventual reforma del sistema.

El estudio y su publicación fueron desarrollados por FIEL gracias al apoyo brindado por la Fundación Konrad Adenauer. La investigación estuvo a cargo de un equipo de economistas de FIEL coordinado por Juan Luis Bour, en el que participaron con contribuciones para diversos capítulos Mónica Panadeiros (capítulo 1), Santiago Urbiztondo y Sebastián Auguste (capítulos 4 y 5), y Nuria Susmel (capítulos 2 y 6). El trabajo forma parte del programa de investigación de FIEL aprobado por su Consejo Directivo, aunque no compromete la opinión individual de los miembros del Directorio, de las entidades fundadoras ni de las empresas y organizaciones patrocinantes de FIEL.



---

# Capítulo 1

## TEORÍA Y PRÁCTICA DE LOS SISTEMAS PREVISIONALES

### 1.1. LA INTERVENCIÓN PÚBLICA EN LOS SISTEMAS PREVISIONALES: EL MARCO TEÓRICO

Con el envejecimiento sobreviene la pérdida de las posibilidades de obtener ingresos laborales, por lo que los trabajadores al llegar a la edad de retiro –en ausencia de regímenes previsionales obligatorios– deberán o bien haber ahorrado en la etapa activa o, en su defecto, contar con recursos familiares o de la caridad para poder sostenerse. En las sociedades modernas, por lo general, se consideran inconvenientes o insuficientes estas dos últimas modalidades. Al mismo tiempo, se sostiene que la falla de un individuo en ahorrar para solventar su consumo en la vejez representa un costo para el resto de la sociedad, que no tolera la indigencia cuando biológicamente ya no es posible que quien se encuentra en esa situación pueda revertirla. Si ello constituye un problema generalizado, los gobiernos enfrentan el dilema del samaritano: no pueden en forma creíble rehusarse a ayudar a un número grande de personas que incurre en una situación de esa naturaleza, recayendo entonces la carga de su solución sobre los contribuyentes actuales y futuros. Este hecho, a su vez, puede dar lugar a un problema de “riesgo moral” respecto de los ahorros individuales, si las personas esperan recibir un subsidio del Estado en caso de no haber acumulado en la etapa activa. En otros términos, si bien la asistencia pública es deseable para enfrentar problemas de indigencia en la vejez, derivados de la falta de ahorro individual previo, puede en parte también –como consecuencia de comportamientos oportunistas que aprovechan el altruismo de los demás– promover la cuestión que apunta a resolver.

Para evitar este conflicto, se propone el carácter obligatorio de los sistemas previsionales, constituyendo entonces la prevención de la pobreza en la tercera edad uno de los principales argumentos que justifica esta modalidad.

Por otra parte, usualmente se hace referencia a algún problema de “miopía” de los consumidores,<sup>1</sup> “imprudencia” (errores sistemáticos para evaluar la longitud y costo de las necesidades de la vejez hasta que es demasiado tarde) o algún tipo de irracionalidad, que determina que –aunque sin caer en

la pobreza– no acumulen lo suficiente para “suavizar” el consumo a lo largo de su ciclo de vida, por lo que se sostiene la conveniencia de establecer un sistema previsional que los obligue o induzca a realizar niveles mínimos de ahorro que prevenga tales conductas. Con excepción de la “imprudencia”,<sup>2</sup> los argumentos frecuentemente citados para justificar la política pública previsional podrían, más que responder a la solución de problemas de eficiencia, reflejar una actitud de carácter paternalista, en el que las autoridades tenderían a imponer sus preferencias por sobre las de los trabajadores (Valdez Prieto, 2003).

Un argumento adicional que suele esgrimirse para justificar la imposición de la obligación de constituir ahorros para la vejez está relacionada con probables fallas en el mercado de capitales, derivadas del problema de selección adversa que presentaría el segmento de renta vitalicia previsional. Su origen sería la asimetría de información entre el asegurador y el potencial trabajador asegurado, que conduciría a que sólo los individuos que tuvieran una expectativa de vida superior al promedio tendrían interés en asegurarse voluntariamente contra el riesgo financiero de longevidad, dado que no habría discriminación de prima –precisamente por la falta de información del asegurador– entre los bajos y altos riesgos.

En síntesis, los principales objetivos microeconómicos que justificarían el carácter obligatorio de los sistemas de pensiones serían el de prevenir la indigencia en la vejez (evitando el oportunismo), suavizar el consumo sobre el ciclo de vida y posibilitar el seguro contra el riesgo financiero de longevidad, los que –como se analizara– podrían no lograrse en un régimen de acumulación y seguro voluntario. En otros términos –si se descartan actitudes paternalistas–, razones de eficiencia tornarían recomendable la política pública en esta área. A su vez, desde la perspectiva del gobierno, algunos autores reconocen que puede haber objetivos adicionales de carácter redistributivo, como fundamentalmente el de aliviar la pobreza de quienes, porque han sido pobres a lo largo de toda su vida, su ingreso no ha sido suficiente para ahorrar en la juventud y adultez para consumir en la vejez (Barr, 2003).

Aceptada la justificación teórica de una política pública previsional, surge la cuestión acerca de qué modalidad resulta la más adecuada para hacer frente a estos riesgos de la vejez. Al respecto, los principios de la economía del seguro demuestran el carácter de sustitutos que tienen los dos mecanismos alternativos para asegurarse contra posibles pérdidas: el seguro de mercado y el autoseguro. El primero consiste –a través del pago de un precio que refleja la prima, esto es, la probabilidad de ocurrencia del siniestro y el monto de la pérdida asegurada– en transferir el riesgo a terceros que hacen un “pool” entre quienes están expuestos a riesgos similares. El segundo, se define como la práctica de los individuos de transferir ingresos por sí mismos de los buenos a los malos estados de la naturaleza, a través del ahorro. Así, a medida que el precio de mercado del seguro aumenta relativo al autoseguro, los individuos preferirán esto último. Normalmente, cuanto mayor es la probabilidad de ocurrencia de los eventos por asegurar, es decir cuando las pérdidas se vuelven más frecuentes, el seguro de mercado se torna más caro en relación con el autoseguro, de modo que por lo general el “pooling” resulta

costo efectivo en el caso de pérdidas relativamente raras, prefiriéndose el autoseguro en el caso de aquellas más probables (Becker y Enlich, 1972).

La aplicación de este resultado al problema previsional sugiere que los objetivos de alivio de la pobreza y del riesgo de longevidad serían mejor alcanzados a través del “*pooling*”, mientras que el de suavizar el consumo se satisfaría mejor a través del autoseguro.

En efecto, a medida que la expectativa de vida aumenta, la pérdida de habilidad para obtener ingresos en la vejez se vuelve más frecuente, por lo que los principios del seguro indican que el ahorro individual es el mecanismo apropiado para suavizar el consumo entre las distintas etapas del ciclo de vida. Por el contrario, el crecimiento y la mayor disponibilidad de instrumentos de ahorro –que permite la acumulación de activos durante la vida laboral– implica que la pobreza en la vejez se va tornando un hecho cada vez menos frecuente, por lo que el “*pooling*” se convierte en la alternativa más adecuada. A su vez, dado que el riesgo de una longevidad inesperada constituye un acontecimiento raro por definición, el “*pooling*” es también en este caso el mecanismo recomendado para enfrentarlo.

Ahora bien, en lo que respecta a la prevención de la pobreza, se entiende que es poco probable que el mercado desarrolle un seguro contra este tipo de pérdida, debido a serios problemas de riesgo moral (es un hecho cuya ocurrencia puede ser en gran parte controlada por los individuos), a lo que se suma el de selección adversa (los riesgos de caer en la pobreza difieren entre las personas, y éstas saben más que los aseguradores acerca de ello), y por último no debe descartarse la propia naturaleza social de la cuestión. Como consecuencia de ello, este rol de “*pooling*” debería caer en la órbita de las políticas públicas, y probablemente su financiamiento no debería ser de carácter actuarial.

En cambio, el seguro para enfrentar el riesgo de que se agoten los ahorros individuales debido a una longevidad inesperada, que consiste en contratar una renta vitalicia que transforme el stock de ahorros en un flujo de ingresos hasta la muerte, como se mencionó, sólo podría no desarrollarse en el mercado por un eventual problema de selección adversa derivada de la asimetría de información entre asegurados y asegurador. En este caso, entonces, es suficiente con que el Estado facilite el “*pool*” de riesgos, requiriendo, por ejemplo, a los individuos la contratación obligada de este tipo de seguros en el mercado privado.

Con respecto al mecanismo de autoseguro, a fin de lograr el objetivo de suavizar el consumo a lo largo del ciclo de vida, la racionalidad para la participación obligatoria en un esquema de ahorro individual luce más débil, pudiendo el Estado en su lugar o complementariamente alentar este tipo de conducta a través de incentivos impositivos, más allá de diseñar un marco regulatorio adecuado que asegure el cumplimiento de los contratos de ahorro de largo plazo (Banco Mundial, 2004).

En síntesis, la teoría económica proporciona argumentos que no sólo justifican la implementación de una política pública provisional, sino que también sugiere el tipo de esquema que resulta más apropiado para enfrentar los distintos problemas que apunta a resolver. Sin embargo, existen cuestiones

estratégicas sobre el diseño de cualquier sistema público de pensión que descanzan básicamente en una decisión política, y que se refieren a su tamaño, cuán redistributivo se desea que resulte, y a la selección, aun respetando las pautas que propone la teoría económica, de la variedad de régimen por implementar. Esto último es, precisamente, el tópico que se aborda en el siguiente punto, evaluando las características, ventajas y desventajas de distintos arreglos. Los restantes aspectos, en cambio, no se discuten, debido a que –por tratarse de cuestiones valorativas (el grado de redistribución) o de difícil determinación (hasta dónde “deberían” los individuos suavizar el consumo a lo largo de su ciclo de vida)– es poco lo que el análisis económico puede aportar.

## 1.2. TAXONOMÍA DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES OBLIGATORIOS

El análisis comparado de los diversos sistemas de pensiones puede organizarse fundamentalmente en torno de tres dimensiones: a) si éstos involucran “beneficios definidos” (DB) o “contribuciones definidas” (DC); b) si implican la acumulación de fondos (capitalización) o tal acumulación de fondos no tiene lugar (reparto), y c) si las pensiones resultan de un cálculo actuarialmente justo o no tienen base actuarial (Lindbeck *et al*, 2002).

Esta clasificación facilita evaluar las consecuencias que tienen los distintos arreglos institucionales sobre los incentivos laborales (básicamente por la dimensión actuarial/no actuarial), sobre la formación de capital (capitalización/reparto) y sobre la asignación de riesgo entre los distintos agentes económicos (DB/DC).

Un sistema tiene la característica de DC si la tasa de aportes y contribuciones al sistema está exógenamente determinada, y no existe compromiso alguno sobre el nivel de pensiones resultante; en cambio, en un régimen de DB, los haberes previsionales están predeterminados, ya sea como de suma fija o como beneficios proporcionales a los ingresos previos, por lo que podría alternativamente interpretarse que la tasa de aportes y contribuciones (que garantiza tales beneficios) es endógena.

Un sistema es de capitalización cuando la generación activa ahorra para consumir en la pasividad, de modo que por esta vía el sistema genera acumulación. Un sistema es de reparto cuando se recauda de la generación activa para, simultáneamente, pagar los beneficios de los pasivos, estableciendo así este régimen un compromiso intergeneracional en la forma de derechos sobre los futuros trabajadores activos.

Un sistema de reparto, entonces, puede ser considerado como un proyecto de inversión virtual, cuya tasa de retorno es igual a la suma de la tasa de crecimiento de la población aportante y del salario real. En un sistema de capitalización puro, en cambio, los aportes constituyen una inversión cuyo retorno es la tasa de interés que ganan tales ahorros.

Un sistema se considera actuarialmente justo si los beneficios que otorga se corresponden con lo aportado al régimen en la etapa activa –a lo que se agrega una tasa de retorno– y con la esperanza de vida remanente al momento del retiro; en otros términos, no tiene asociado ningún tipo de redis-



tribución más allá de la correspondiente al ciclo de vida de cada individuo y –siguiendo los principios del seguro– desde los que viven menos hacia los longevos. Por el contrario, si carece de los elementos vinculantes a nivel personal entre contribuciones y beneficios, se trata de un sistema sin base actuarial y que, por consiguiente, tiene un impacto redistributivo entre los agentes económicos.

Dejando de lado momentáneamente la dimensión DB/DC es posible a partir de las dos restantes construir cuatro sistemas genéricos de pensiones: de reparto, con base actuarial o sin ella, y de capitalización, actuarialmente justo o no.<sup>3</sup> La dimensión DB/DC, en cambio, no es completamente independiente de las demás, ya que es difícil que un sistema sobre base actuarial, sea de reparto o capitalización, no esté organizado de otra manera que no sea de DC ya que, por definición, los beneficios están estrechamente ligados a las contribuciones.

De este modo, aunque es habitual –por la manera en que se han implementado históricamente los sistemas de pensiones– identificar un régimen de reparto como uno del tipo DB y no actuarial, en realidad este esquema de financiamiento puede diseñarse sobre componentes actuariales, es decir, que no necesariamente se debe asociar con un carácter redistributivo, y combinarse a su vez con beneficios calculados a partir de DC. Este tipo de abordaje, desagregando los distintos atributos de un sistema de pensiones, pone de relieve que las debilidades y fortalezas que tradicionalmente se atribuyen a su organización a través del mecanismo de reparto, corresponden en muchos casos a las propiedades que se derivan de las restantes dimensiones.

Dentro de los efectos que sí correspondería atribuir a la característica de reparto de un sistema de pensiones, se encuentra la difundida idea acerca de que la introducción de un régimen de esta naturaleza reduce, al inicio, el ahorro agregado de la economía. Ello sería consecuencia de la importante transferencia de ingresos que recibe la primera generación beneficiaria que, en función de ello, aumenta su consumo y reduce su ahorro. Este efectivo, a su vez, se espera que sólo mínimamente sea contrarrestado en el futuro, dado que la carga impositiva asociada se reparte entre todas las generaciones siguientes.

A raíz de la caída inducida en el ahorro agregado, declinaría el stock de capital del país, lo cual tiende a reducir el salario real de la economía y a elevar la tasa de interés real, de modo que disminuirían tanto el consumo y el ahorro, como la inversión. En este sentido, un sistema de reparto provoca un “*crowding out*” de la inversión real del mismo modo en que lo hace la deuda pública.

En cambio, la distorsión en el mercado de trabajo que suele asociarse a los sistemas de reparto, en rigor obedece más a la condición de si los beneficios se calculan o no sobre base actuarial. Si se considera el caso extremo en el que los haberes previsionales son de suma fija (completamente no actuarial), la tasa de contribución al sistema constituye un impuesto en el margen a la oferta laboral, induciendo una reducción de las horas de trabajo y un retiro más temprano. Si las pensiones, en cambio, aun bajo un sistema de re-

parto, tienen base actuarial, este impuesto se reduce, pudiendo incluso desaparecer si la tasa de crecimiento de la base imponible (el retorno en los sistemas de reparto) fuera igual a la tasa de interés (el retorno en los sistemas de capitalización). En definitiva, dado que habitualmente la tasa de interés de mercado supera la suma de la tasa de crecimiento de la población aportante y la tasa de crecimiento del salario real, es probable que haya alguna distorsión en la oferta laboral que se origine en el carácter de reparto que pueda tener un régimen, aunque tal distorsión es notablemente mayor si el sistema se estructura sobre base no actuarial.

Además de la reducción de las distorsiones en el mercado de trabajo, un sistema de reparto actuarial resulta también más transparente para los aportantes, porque requiere algún mecanismo que registre en una cuenta individual, la riqueza acumulada. Al considerar el retiro, entonces, el trabajador puede fácilmente evaluar que trabajar un año adicional le implica un incremento en el beneficio de pensión derivado de: a) el aumento de contribución en su cuenta; b) un año más de capitalización del stock acumulado, y c) la menor cantidad de años, dada la esperanza de vida al retiro, sobre la que se basa el cálculo de la renta vitalicia.

Con todo, en un esquema de este tipo se está forzando una acumulación a una tasa de retorno por debajo de la tasa de interés real, y esta penalización es mayor para los aportes hechos en la juventud porque capitalizan más tiempo. En consecuencia, los incentivos a trabajar son más fuertes en la vejez que en la juventud, por lo que la aplicación de los principios de la tributación óptima sugieren la conveniencia de establecer tasas de contribución más altas a medida que aumenta la edad del trabajador, de modo tal de suavizar la imposición a lo largo del ciclo de vida.

Debe notarse, en este punto, que las ganancias de eficiencia asociadas a un esquema actuarial implican al mismo tiempo que se hace difícil su uso para fines redistributivos entre individuos de una misma generación, hecho éste que puede percibirse como una desventaja frente a los regímenes no actuariales. Respecto de ello, sin embargo, resulta de interés señalar –a los fines de comparar los sistemas en esta dimensión– que el diseño habitual de los componentes no actuariales de los sistemas de pensiones tornan dudosa la incidencia redistributiva progresiva que se supone ligada a ellos. En rigor, existe un conjunto de reglas que implicarían, por el contrario, una transferencia de ingresos de los trabajadores de menores salarios hacia los de mayor remuneración. Así, por ejemplo, el cálculo de beneficios ligados a sólo los últimos años de aportes, favorece a quienes tienen un patrón de ingresos laborales más alto a lo largo del ciclo de vida, lo cual es frecuente entre los mejor educados; del mismo modo, al no considerar los aportes efectuados durante toda la carrera laboral, se penaliza a quienes ingresan más temprano al mercado de trabajo, hecho que ocurre en forma más asidua entre aquellos de menor calificación.

En lo que se refiere a la redistribución entre generaciones, el cambio de un sistema de reparto no actuarial a uno actuarial no tiene incidencia directa en este sentido, dado que el retorno para el individuo promedio es igual en ambos esquemas. No obstante, el aumento en los ingresos laborales que re-

sultan de esa reforma –al reducirse las distorsiones en el mercado de trabajo– es probable que generen indirectamente un incremento gradual en el ahorro agregado y, en consecuencia, en el stock de capital. De este modo, es de esperar una mejora en el bienestar de las futuras generaciones de trabajadores vía mayores salarios reales.

Una cuestión adicional se plantea respecto del equilibrio financiero de largo plazo, es decir la viabilidad de un sistema de pensiones de reparto no actuarial en comparación con uno de base actuarial. En realidad, este aspecto resulta relevante no por la posibilidad misma de lograr el equilibrio, sino por las consecuencias que en términos de eficiencia y distribución implica alcanzar este objetivo. De hecho, si se dejaran al margen tales impactos, ante shocks en la productividad o en la demografía, el equilibrio podría reestablecerse simplemente cambiando las tasas de contribución en el sistema no actuarial (sistema tipo DB, en el que la tasa de contribución es endógena) o alterando los beneficios (sistema de tipo DC).

El efecto redistributivo directo de recuperar el equilibrio en ambos esquemas es, evidentemente, diferente: en el primer caso se ven afectados los trabajadores, mientras que en el segundo, los pensionados. Respecto de la eficiencia, la variación en la tasa de contribución que tiene lugar en el sistema tipo DB, repercute sobre la distorsión en el mercado de trabajo, al cambiar el impuesto marginal; en el régimen de reparto con base actuarial, aunque no se modifique la tasa de aportes, el shock de productividad o demográfico que desequilibró financieramente al sistema, implica alterar la diferencia entre el retorno de esta “inversión” y la tasa de interés, por lo que –aunque en menor medida– tiene un efecto similar sobre la oferta de trabajo que el esquema DB.

En cuanto a las consideraciones relativas a limitar la inestabilidad financiera de corto plazo, es de esperar que el sistema con base actuarial (DC) sea más apropiado que el que no la tiene (DB), ya que el primero se construye precisamente con ese propósito, en tanto que a los individuos se les promete sólo un retorno igual a la tasa de crecimiento de la base contributiva.

En definitiva, entonces, aun dentro de un sistema de reparto es posible reducir las distorsiones en el mercado de trabajo y, por esta vía ganar en eficiencia, si éste se construye sobre bases actuariales. En este caso, se perdería la posibilidad de redistribuir ingresos entre los miembros de una misma generación, al tiempo que es probable que el equilibrio financiero se logre más fácilmente.

Restan por evaluar las diferencias atribuibles a la dimensión reparto/capitalización de los sistemas de pensiones, comparación que –a los fines de aislar este elemento– resulta apropiada efectuar, considerando, en el caso del régimen de reparto, uno con base actuarial. Al respecto, uno de los argumentos que más frecuentemente se señala como ventaja de un sistema de capitalización frente a uno de reparto es que el individuo recibe una tasa de retorno más alta sobre sus fondos, dada la habitual superioridad de la tasa de interés por sobre la tasa de crecimiento de la base tributaria.<sup>4</sup> Ello, a su vez, implica la eliminación de las distorsiones en el mercado de trabajo, debido que el sistema se convertiría en uno de base estrictamente actuarial y no cuasiactuarial como a lo sumo puede alcanzar un régimen de reparto. Por

otra parte, si se supone que el ahorro previsional resulta para las economías domésticas un sustituto imperfecto del ahorro voluntario, ya que no puede ser utilizado como colateral en un préstamo ni ser embargado, se espera que un régimen de capitalización dé lugar a un mayor ahorro nacional agregado que uno de reparto. Por último, dado que los fondos de pensiones implican la acumulación de recursos, se genera la necesidad de desarrollar instrumentos financieros a largo plazo, lo cual representa de algún modo una externalidad positiva sobre el mercado de capitales doméstico.

El traspaso de un sistema de reparto a uno de capitalización, sin embargo, tiene también asociado un costo de transición, por lo que si bien los trabajadores activos reciben un retorno más elevado sobre sus ahorros compulsivos, también deben pagar un impuesto más alto para honrar los derechos de pensión de los jubilados por el viejo sistema de reparto. Si tal impuesto se establece sobre los salarios, los efectos sobre el ahorro agregado –y también sobre las distorsiones en el mercado de trabajo– dependerán de cómo la carga se distribuya entre generaciones o, lo que es lo mismo, de cuál sea la combinación de financiamiento con impuestos y financiamiento con deuda (impuestos sobre las generaciones futuras) que se adopte. En general, se estima que cuanto mayor sea la carga impositiva sobre las generaciones más próximas al momento de la reforma, mayor será la caída en el consumo presente y, por lo tanto, mayor será el aumento en el ahorro. Sin embargo, ello también dependerá del comportamiento de los individuos. Así, si éstos en lugar de disminuir el consumo, reducen la herencia a sus descendientes, el impacto sobre el ahorro agregado desaparecerá. Por el contrario, si la mayor carga impositiva induce a un retiro más temprano del mercado laboral, el consumo se reducirá y, en este caso, el efecto expansivo sobre el ahorro nacional se verá potenciado, pero a costa de una mayor redistribución de ingresos a favor de las generaciones futuras.<sup>5</sup>

A su vez, la transformación del sistema de pensiones a uno de capitalización implica explicitar una deuda que en el régimen de reparto estaba implícita. Si bien la deuda previsional implícita –que se define como el valor presente del flujo de futuros beneficios que el sistema de reparto tendrá que pagar a los participantes actuales (contribuyentes, beneficiarios actuales y sus sobrevivientes) de acuerdo con los parámetros definidos del sistema para reconocer sus contribuciones hasta un período dado– constituye una promesa que puede asimilarse a un bono en la medida que representa un reclamo sobre futuros ingresos, la sociedad los trata diferente. A modo ilustrativo puede señalarse que aunque ningún país industrializado ha entrado en *default* desde la Segunda Guerra Mundial, casi todos han ajustado los parámetros de sus sistemas de pensiones, cambiando así el contrato original. De este modo, al explicitar la deuda con la reforma hacia un régimen de capitalización, la percepción de mercado del riesgo soberano podría aumentar. Frente a ello, explicitar la deuda tiene la ventaja de ganar en transparencia, al tiempo que su amortización puede descansar en rentas generales, de base más amplia que la nómina salarial.

Una cuestión adicional que se plantea al evaluarse los modelos de pensiones alternativos es que éstos distribuyen de manera diferente el riesgo, en

alguna o todas de las siguientes tres dimensiones: entre generaciones, dentro de cada generación y a lo largo del ciclo de vida del individuo.

Al respecto, el riesgo de las fluctuaciones en la tasa de retorno de la inversión en los sistemas de pensiones es asumido por los propios beneficiarios en regímenes actuariales (tipo DC), sean éstos de reparto o capitalización, dado que en estos casos no tienen una garantía acerca de los haberes que les corresponderá. En un régimen de reparto público no actuarial (con DB), este riesgo es asumido por el gobierno pero, si en definitiva, el sistema está desbalanceado, lo traslada en un principio a los contribuyentes, quienes deben afrontar impuestos más elevados para financiar el desequilibrio.<sup>6</sup> En el largo plazo, esta situación conducirá probablemente a un cambio en los parámetros del sistema, por lo que el riesgo podría finalmente recaer también en los beneficiarios.

Esta situación ilustra que la asignación de riesgos puede hacerse a través de reglas –como en el caso DC– o en forma discrecional, como en el esquema DB. En otros términos, se presume que el riesgo político, es decir el de interferencia en el régimen de pensión, es más alto en este último caso. Aun así, los regímenes actuariales no estarían exentos del riesgo de manipulación política, ni siquiera –aunque se los estima menos expuestos que en los de reparto– en caso de tratarse de sistemas de capitalización. Así, por un lado los políticos pueden interferir a través de las regulaciones de asignación de los fondos a distintos instrumentos, riesgo que se considera más elevado si la organización del sistema descansa en un único fondo de pensión manejado por el gobierno, que si se trata de fondos administrados por operadores privados. Por otro lado, si los fondos de pensión son relevantes en relación con el tamaño de la economía, existe un riesgo adicional de nacionalización y politización de ésta, particularmente si el régimen es centralizado. De este modo, los costos administrativos más elevados de los sistemas de capitalización descentralizados pueden interpretarse como el precio que hay que pagar para que el sistema esté más aislado de las presiones políticas. Sin embargo, estos regímenes enfrentan el denominado riesgo de agencia, por el manejo de los planes de pensión, asociados al fraude de los administradores, fenómeno que exige el dictado de regulaciones prudenciales.

Como se mencionó, en los regímenes actuariales los individuos asumen el riesgo de fluctuaciones en la tasa de retorno. En la etapa de acumulación, este riesgo está vinculado a las variaciones en la base contributiva o en los valores de los activos, según se trate de un régimen de reparto o de capitalización, respectivamente. De este modo, en el primer caso el rendimiento está expuesto a los shocks demográficos y de productividad de la economía doméstica, mientras que en un régimen con fondos de pensión, estos efectos pueden minimizarse –en especial, en una economía abierta y pequeña– diversificando a través de la inversión en activos externos.

En los sistemas actuariales, además del riesgo en el retorno de la inversión en la etapa de acumulación, los individuos enfrentan el asociado a las variaciones en la expectativa de vida, dado que el cálculo inicial de la renta periódica que obtendrán estará en relación directa con el fondo acumulado e inversa con los años esperados de vida remanente. De este modo, los cam-

bios en la expectativa de vida hasta el momento de retiro, al ser soportados por la propia generación, inducirá o bien a aumentar el ahorro voluntario o a postergar el retiro o a reducir el consumo en la pasividad. Los sistemas no actuariales de DB, en cambio, asignan el costo del aumento en la expectativa de vida a las generaciones activas, ya sea a través de mayores impuestos o contribuciones más elevadas.

A partir del retiro, el riesgo de cambios posteriores en la expectativa puede, en los regímenes actuariales, ser o no asumido por el individuo, según cuál sea el arreglo institucional. Así, en el caso de los sistemas de reparto, el pensionado recibe una renta vitalicia calculada al momento de retiro, la cual puede permanecer fija en términos reales o ajustarse periódicamente según los cambios en la esperanza de vida. En los esquemas de capitalización, normalmente el beneficiario puede contratar una renta vitalicia con un asegurador privado que, como en el régimen de reparto, puede o no ajustarse a las variaciones en la expectativa de vida. De hacerlo, en ambos regímenes, los individuos asumirían este riesgo no sólo en la etapa de acumulación, sino a lo largo de toda su vida, mientras que de no ajustarse después del retiro, este riesgo recaería sobre los actuales contribuyentes al sistema –si es actuarial de reparto– o sobre las compañías de seguro, en el caso de capitalización.

Debe señalarse en este punto que las rentas vitalicias constituyen los instrumentos que aseguran a los individuos contra el riesgo de longevidad intrageneracional, es decir, el de pertenecer al grupo de individuos que viven más que el promedio de su generación. En los sistemas actuariales de reparto, ésta es la única alternativa para recibir los beneficios previsionales correspondientes a las contribuciones efectuadas en la etapa activa; en los regímenes de capitalización, en cambio, el individuo puede normalmente disponer de su fondo de varias maneras, como la contratación de una renta vitalicia, o una renta programada –que consiste en retiros flexibles mientras se mantiene el fondo remanente invertido hasta su agotamiento–, e inclusive es posible su retiro completo e instantáneo. En los dos últimos casos, el riesgo de longevidad sería asumido por el individuo, a cambio de una mayor liquidez y de la posibilidad de dejar un legado a sus herederos.

Una diferencia adicional entre los sistemas actuariales de reparto y capitalización está relacionada con el riesgo especial intrageneracional asociado a las rentas vitalicias. Este riesgo, ausente en el esquema de reparto, se origina porque la transformación del fondo de pensión en un flujo de haber periódico al retiro es extremadamente sensible a las fluctuaciones del mercado de capitales. De este modo, individuos con las mismas contribuciones y de aproximadamente la misma edad, aunque no la misma, podrían enfrentar situaciones muy diferentes del mercado de capitales al retiro, y recibir rentas muy distintas. Este riesgo se reduce en un esquema con retiro flexible, pero a costa –como se señaló– de que el retirado debe asumir el riesgo de longevidad.

En lo que se refiere al riesgo intrageneracional, ya se ha mencionado que los sistemas actuariales –sean de reparto o capitalización– no admiten la redistribución de ingresos entre miembros de una misma generación, cuestión que sí en cambio está presente en los esquemas de DB. Sin embargo, dependiendo del arreglo institucional, el sistema podría acentuar más que mitigar

el riesgo de diferencias de ingreso, como probablemente ocurra en el caso de pensiones atadas a los últimos años de aporte. En cambio, si se trata de haberes básicos de suma fija, las fluctuaciones en los ingresos no se traducen en fluctuaciones en las pensiones, por lo que el sistema tendría propiedades semejantes a las de un impuesto progresivo sobre las remuneraciones.

Otro aspecto de la distribución del riesgo intrageneracional surge en el caso de los sistemas de capitalización DC, cuando los individuos pueden elegir entre diferentes fondos de pensión, dado que el riesgo variará entre ellos. Dependiendo de la habilidad y la suerte para seleccionar, individuos similares en todas las demás dimensiones pueden terminar con pensiones sensiblemente diferentes.

Por último, en lo que se refiere a la distribución del riesgo a lo largo del ciclo de vida, cada sistema tiene sus propias características. Así, en un régimen tipo DC, si bien se conoce la tasa de contribución, existe riesgo sobre las pensiones derivado de desconocer la evolución del ingreso personal y la tasa de retorno. En un sistema tipo DB, por el contrario, se desconoce cómo variará la tasa de aportes para equilibrar el presupuesto, al tiempo que el riesgo sobre las pensiones dependerá de si trata de un esquema que garantiza una tasa de reemplazo –en cuyo caso es relevante la evolución del ingreso personal– o un haber fijo, arreglo en el que se elimina esta fuente de riesgo. Ello significa que una transformación del sistema de pensiones de uno de tipo DB a uno de tipo DC elimina el riesgo de la etapa activa (cambios en la tasa de aportes), pero introduce mayor riesgo al retiro (cambios en la tasa de retorno), sin que haya elementos objetivos que permitan establecer qué distribución del riesgo a lo largo del ciclo de vida es más favorable.

En síntesis, las ganancias de bienestar más importantes al comparar los sistemas de pensiones parecen estar asociadas más al fortalecimiento del vínculo entre beneficios y contribuciones, es decir, a su diseño sobre base actuarial, que a la dimensión reparto/capitalización. En otros términos, si un sistema de reparto no actuarial se reforma hacia uno con base actuarial, la ganancia de eficiencia adicional que es de esperar por una ulterior transformación hacia uno de capitalización la obtienen las generaciones futuras al costo de una pérdida de eficiencia para las más próximas a la reforma. Al margen de las razones que puedan existir para alentar una redistribución de ingresos hacia las generaciones futuras, tanto este objetivo como el de desarrollo del mercado de capitales asociado a un régimen de capitalización pueden lograrse con políticas fiscales ordinarias. La razón, entonces, que subyacería detrás de seleccionar un sistema de capitalización en lugar de uno de reparto con base actuarial combinado con medidas fiscales adecuadas, es del orden de la viabilidad política: la reforma del sistema de pensiones constituiría un mecanismo para darle un marco a políticas que, de otro modo, serían políticamente difíciles de aceptar.

Sin embargo, la consideración de las cuestiones vinculadas al riesgo sugiere que, para lograr una mejor diversificación, desde el punto de vista teórico sería conveniente combinar algo de un sistema de reparto con capitalización, ya que tienen asociado distintas características de riesgo de mercado y riesgo político. Del mismo modo, resultaría apropiado combinar un sistema



de base actuarial tipo DC con algunos elementos de un régimen no actuarial de DB, por sus diferentes asignaciones de riesgo entre e intrageneracional y a lo largo del ciclo de vida, en particular si se tienen en consideración los diferentes objetivos de prevenir la pobreza y suavizar el consumo que justifican el establecimiento de un sistema de pensiones.

Como se verá, existe una fuerte tendencia en la última década a reformar los sistemas de pensiones hacia arreglos que asignan una importancia creciente a los elementos actuariales, con individualización de activos acumulados, y que incorporan a su vez –aunque en distinto grado– una combinación de mecanismos de reparto y capitalización.

### 1.3. LA EVIDENCIA EMPÍRICA

La mayor parte de los países ha implementado o debate reformas a sus sistemas de provisión. Esta problemática contemporánea tiene sus principales raíces en la preocupación por la viabilidad financiera de largo plazo de los regímenes tradicionales, organizados por lo general como sistemas de reparto con escasos elementos actuariales y del tipo DB.

Así, en los países de la OCDE, y particularmente en los que integran la Unión Europea (UE), se prevé que en el futuro emerjan serios problemas como resultado de la evolución demográfica proyectada, caracterizada por una baja tasa de fertilidad y una mejora en la expectativa de vida, a lo que se suma un retiro temprano del mercado laboral por la generosidad de los beneficios otorgados, factores todos que inducen a un aumento en la relación beneficiarios/aportantes. Ello requeriría –para mantener el equilibrio en ausencia de reformas– una mejora en la productividad que no se estima probable.

En efecto, en la UE las tasas de fertilidad declinaron entre las décadas de 1960 y 1980, y desde entonces se han mantenido en niveles inferiores (menos de dos hijos por mujer) a los requeridos para estabilizar la población. Al mismo tiempo, la expectativa de vida al nacer ha aumentado constantemente, desde menos de setenta años en la década de 1960 hasta cerca de setenta y ocho en el año 2000. Como consecuencia de estos cambios demográficos, en ese lapso la participación de las personas mayores de sesenta y cinco años en la población total pasó del 11 al 16%. Paralelamente, a ello se agregó que los sistemas mostraron un aumento importante en las tasas de reemplazo (haber/salario) y una reducción en más de cinco años en la edad efectiva de retiro. De este modo, estos países, en los que los sistemas públicos de reparto representan el 90% de la fuente de ingreso de la población retirada,<sup>7</sup> el gasto público en pensiones pasó, entre 1960 y 2000, del 6% al 12% del PBI, en tanto las contribuciones a la seguridad social aumentaron en ese lapso del 11% de la nómina salarial al 19%. En un escenario sin reformas, las perspectivas para los próximos cincuenta años contemplan que la relación de dependencia (beneficiarios a contribuyentes) aumente del 28 al 53%, y que el gasto lo haga en 4 puntos del PBI, llegando con hipótesis más desfavorables a alcanzar incluso un incremento del 7% del producto.



En los restantes países desarrollados (Estados Unidos, Canadá, Japón, Corea, Australia, Nueva Zelanda), la situación es menos complicada que en la UE: el gasto público en pensiones asciende a poco más del 5% del PBI,<sup>8</sup> brecha que escasamente es explicada por la demografía, y que más bien refleja diferencias en las composiciones público/privado de los regímenes de pensiones, en el nivel de beneficios y en la edad de retiro.

Resultan ilustrativos, al respecto, los resultados del estudio de Gruber y Wise (2002), en el que evaluaron la relación entre la edad de retiro y la generosidad de los planes de pensión en once países industrializados, a raíz de observar que la caída en la tasa de participación laboral de los trabajadores de mayor edad había sido quizá la característica más dramática del mercado de trabajo de las últimas décadas. En efecto, a comienzos de los años '60, más del 70% de los hombres de sesenta a sesenta y cuatro años trabajaban en los once países considerados, alcanzando a más del 80% en algunos de ellos. Para mediados de los noventa, la tasa había caído al 20% en Bélgica, Italia, Francia y Holanda, y a cerca del 35% en Alemania, mientras que en Estados Unidos, había pasado del 82 al 53% y en Japón había declinado muy poco (del 83 al 75%).

Dos elementos resultaron ser importantes para explicar el citado éxodo: la edad mínima de retiro y el efecto sobre el monto de las pensiones por obtener ante la opción de continuar trabajando. Respecto de esto último, se encontró que cuanto menos base actuarial tuvieran los regímenes, esto es, cuanto menos variara el valor presente de los beneficios prometidos futuros de la seguridad social al trabajar un año adicional, mayor aliento para el retiro temprano.<sup>9</sup> Por su parte, la edad mínima de retiro era importante aun en los regímenes actuariales: había un salto a esa edad en la reducción de la tasa de participación que no se podía explicar por otros motivos.

En los países en desarrollo, particularmente en América latina y Europa del este, si bien también se manifiesta una tendencia al envejecimiento de la población y generosidad de los haberes de pensión respecto de las contribuciones realizadas, otros motivos precipitaron una situación relativa más complicada de los regímenes previsionales, entre los que se destaca el elevado incumplimiento en los aportes por parte de los cotizantes; las condiciones laxas de otorgamiento (comprobantes de requisitos de haber trabajado poco rigurosos), privilegios para determinados grupos de ocupación, fácil obtención de pensión de invalidez, altos costos administrativos, aumento en la ya elevada cantidad de trabajadores informales, etc. Así es que en estos países, la alta relación de dependencia obedecía más que a factores demográficos, a las distorsiones en la implementación de los regímenes y a la baja cobertura, fenómeno este último que se atribuía en gran medida a los incentivos a evadir un sistema en el que las contribuciones eran percibidas como un impuesto.

En definitiva, aunque no siempre por las mismas causas, el detonante en la mayoría de los países que emprendieron reformas en los últimos años en sus sistemas de pensiones ha sido la inviabilidad financiera de sus respectivos regímenes de reparto poco actuariales con DB. La variedad y profundidad de las reformas ha sido muy amplia, abarcando desde aquellas limitadas a cambios paramétricos sin cambios en las reglas básicas (como los países

de la UE, a excepción de Suecia e Italia), hasta otras que representan una transformación de carácter sistémico, persiguiendo normalmente en muchos de estos últimos casos objetivos adicionales a la sostenibilidad de largo plazo de los regímenes (tales son los cambios implementados por Suecia, Italia, Letonia, Polonia y la mayor parte de los países de América latina).

Una de las medidas mas usuales adoptadas en el marco de las reformas marginales ha consistido en ir aumentando gradualmente la tasa de contribución, aunque este tipo de medidas lleva en realidad ya varias décadas de aplicación. Dadas, sin embargo, las dificultades políticas y la preocupación por las distorsiones económicas asociadas a los incrementos en la tasa de contribución, en forma más reciente se observa también una tendencia a recortar, con diversas modalidades, los beneficios que se otorgan. En algunos casos, como en Grecia, Hungría, Italia, Corea, Portugal, y Suiza, ello se ha instrumentado a través de la reducción directa del valor nominal de los haberes, ya sea disminuyendo el componente de suma fija o la tasa de reemplazo garantizada que vincula el haber al salario en actividad.

En Nueva Zelanda, en cambio, se recurrió a un método más indirecto para recortar la tasa de reemplazo: las pensiones –que son de suma fija (según el estado civil) y universales– se fijaron inicialmente como una proporción de los salarios promedio de la economía, pero a partir de 1992 la indexación por salarios fue sustituida por el ajuste según la variación de precios al consumidor, de modo que el crecimiento esperado del salario real iría reduciendo gradualmente la tasa de reemplazo. Si bien se fijó un piso por debajo del cual no podría caer esta relación, éste resultaba inferior al ratio establecido originalmente, e incluso fue reducido transitoriamente en una oportunidad.

También Alemania a partir del año 2000 ha utilizado cambios en la indexación como mecanismo para reducir el valor real de los beneficios de pensión: el cambio de la indexación por salarios netos a brutos fue seguido por un cambio a la indexación por precios, ambos con el objetivo explícito de limitar futuros aumentos en la tasa de contribución. Algo similar (paso de la indexación salarial a la indexación de precios de los haberes) han implementado Japón y Suecia, en combinación en este último caso con una reforma más profunda de su sistema.

Sin modificar los beneficios previos, el valor del capital ha sido reducido en algunos países a través del aumento en la edad de retiro. Ejemplo de ello son Alemania, Italia, Japón, Nueva Zelanda y Estados Unidos, en tanto que en otros, esta medida ha sido circunscripta a algunos grupos particulares, como las mujeres (Gran Bretaña y Bélgica) o los empleados públicos (Italia).

A su vez, en algunos sistemas se fijaron condiciones de elegibilidad más estrictas para la obtención de la pensión, como Bélgica, Alemania y Estados Unidos que aumentaron el número de años de aporte requeridos, mientras que Islandia e Italia aplicaron la misma medida pero en forma selectiva, afectando sólo a los empleados públicos.

Sin implementar reformas profundas de sus sistemas, algunos países (principalmente, Gran Bretaña y Alemania) han alentado en forma reciente la contratación voluntaria de pensiones privadas como parte de la solución al problema de insostenibilidad a largo plazo del pilar obligatorio. En ambos

países, este contrato alternativo contempla una reducción del componente actuarial para los individuos de menores ingresos, de modo tal de tornarlo más atractivo para estos grupos.<sup>10</sup>

En relación con las transformaciones más radicales de los regímenes de pensión, éstas tuvieron lugar fundamentalmente en los noventa, y se advierte –aunque con modalidades diferentes– que un rasgo común ha sido un movimiento hacia esquemas con mayor énfasis en los componentes actuariales, por lo que la “individualización” de la seguridad social a través de la implementación de cuentas personales aparece como una característica prominente de los esfuerzos de reforma más recientes.

Cuatro países europeos han implementado este tipo de reforma, Italia (1995), Letonia (1995), Suecia (1999) y Polonia (1999), y en todos los casos adoptaron el denominado sistema de “cuentas nocionales” (NDC).<sup>11</sup> La base de este esquema es que la contribución de cada individuo en la etapa activa se registra en una cuenta nocional, como si hubiera acumulación de activos financieros; el stock acumulado gana un interés periódico, también nocional, y al retiro ese stock acumulado es convertido en una renta vitalicia calculada en función de la esperanza de vida, renta que luego es ajustada –para mantener su poder adquisitivo– por la evolución de algún índice. De este modo, este sistema replica un sistema de capitalización, ya que paga un flujo de ingresos equivalente en valor presente (a lo largo de la expectativa de vida remanente de la persona) a su fondo nocional acumulado.

De ello se desprende que los parámetros básicos de un régimen de esta naturaleza, cuya elección define a su vez una diversa variedad de NDC, son la tasa de retorno nocional establecida, el modo en el que se determina la esperanza de vida residual, y el mecanismo de indexación de los beneficios.

Así, si bien en el caso genérico la tasa de retorno de los fondos es la evolución de la base contributiva (variación en productividad y variación en el empleo formal), pueden alternativamente utilizarse para tal fin otras variables, tales como el PBI, el salario, o incluso garantizar una determinada rentabilidad. Del mismo modo, la indexación de los beneficios previsionales puede efectuarse sobre la base de la tasa de inflación, la variación de salarios, la de la nómina salarial, entre otras; al tiempo que la esperanza de vida a los fines de la determinación de la renta vitalicia puede considerarse sólo al momento del retiro o contemplar también los cambios que ocurren con posterioridad, ajustando los haberes en función de ello.

Cada variante difiere fundamentalmente en cómo resuelve el *trade-off* entre solvencia del sistema y previsibilidad/generosidad en los beneficios. En efecto, cuanto más reflejen el diseño del régimen, los cambios demográficos y económicos que ocurren, mayor será la tendencia hacia el equilibrio del sistema, pero también mayor el riesgo que asumen los beneficiarios acerca del monto de su pensión.<sup>12</sup> En este sentido, un esquema NDC con contribuciones y pensiones indexadas por la tasa de crecimiento de la nómina salarial, y con ajustes periódicos en los haberes según los cambios en la expectativa de vida, representa una solución que intenta ser fiscalmente consistente. Más aún, un régimen NDC en el que la tasa de retorno del stock virtual acumulado se establece equivalente a la variación del salario, y las

pensiones se ajustan por la evolución de los precios, logre probablemente un mejor resultado financiero, ya que los beneficiarios no participan en forma directa de las mejoras en la productividad de la economía.<sup>13</sup>

Con todo, a diferencia de un sistema de capitalización, el equilibrio financiero instantáneo no está garantizado en un régimen NDC, por lo que muchos autores recomiendan la constitución de un fondo de reserva y/o la utilización de indicadores de ajuste plurianuales que permitan hacer frente a las fluctuaciones coyunturales.

Además de los parámetros del sistema, y de la conformación del fondo de estabilización, los regímenes NDC pueden también diferenciarse en el pilar redistributivo intrageneracional que todos ellos contemplan con el objeto de prevenir la pobreza en la vejez.<sup>14</sup> Al respecto, las variantes teóricas más difundidas son una pensión mínima, que puede ser adicional a la que surja del NDC o que sólo se percibe si ésta no alcanza cierto monto; a su vez, si es un haber adicional, queda por resolver si es de suma fija o relacionado con los ingresos laborales, si está sujeto a una edad de retiro establecida o si es ajustado para retiros posteriores, etc.

Los cuatro países que han adoptado un régimen de NDC, si bien comparten el diseño general, difieren entre sí en las dimensiones mencionadas, a lo que se agregan los arreglos institucionales y una cuestión que surge cuando se transforma un sistema ya existente: las reglas de transición de un sistema a otro. Esto se refiere a definir el tratamiento a los pensionados actuales y los derechos adquiridos en el viejo régimen de la población todavía activa, así como también al mecanismo de constitución inicial del fondo estabilizador.

En Suecia, por ejemplo, que partía de un sistema obligatorio con un beneficio universal de suma fija y una pensión contributiva calculada sobre la base del salario promedio de los últimos quince años, la reforma consistió en sustituir el segundo pilar por uno del tipo NDC y otro adicional de capitalización, donde para las personas cubiertas completamente por el nuevo sistema de 18,5% de aporte salarial, el 16% se canaliza al NDC y el 2,5% restante a las cuentas de capitalización.<sup>15</sup> El primer pilar fue, a su vez, modificado y se lo reemplazó por una pensión mínima garantizada que disminuye conforme aumentan los beneficios del NDC, y que se financia de rentas generales.

En las cuentas del pilar NDC, los fondos acumulados se ajustan anualmente según la evolución del salario, la renta vitalicia se calcula sobre la base del capital acumulado y la expectativa de vida –uniforme para ambos sexos y sin correcciones posteriores– según la edad de retiro; a ello se agrega una tasa real de retorno del 1,6% anual (por los años de vida remanentes), como un mecanismo para anticipar los cambios en la productividad. La pensión resultante se ajusta cada año por la variación del índice de precios minorista y por la discrepancia entre el crecimiento del salario real y el 1,6% imputado en forma adelantada.<sup>16</sup> El objetivo de este esquema de anticipar el crecimiento real (esperado) –en lugar de ajustar directamente por la variación salarial– ha sido generar pensiones más elevadas en los primeros años de retiro (en comparación con el ajuste alternativo), al costo de arrojar haberes más reducidos (que la indexación normal) en los últimos años.

Dado que el ajuste de las cuentas en la etapa de acumulación y de los beneficios se efectúa en función sólo de la evolución del salario, ello podría conducir a la insostenibilidad financiera del sistema a largo plazo debido a que su capacidad de pago está dada por la nómina salarial y su tasa de variación, es decir incorporando también los cambios en la fuerza laboral aportante, que se supone declinante. En el mismo sentido opera la consideración de una expectativa de vida para el cálculo de las rentas vitalicias que no se ajusta después del momento de retiro, a medida que este indicador varía. En función de ello, el régimen contempla un mecanismo de ajuste de acuerdo con la relación entre la deuda contingente efectiva (con los trabajadores actuales y pensionados) y la deuda contingente teórica que surgiría de la indexación por la nómina salarial y de utilizar el verdadero índice de esperanza de vida. De existir excedente, es decir si el indicador es menor que 1, se conforma un fondo de reserva, cuyo destino no se ha determinado, mientras que si el ratio es superior a la unidad, se ajustan a la baja las cuentas nocionales y los beneficios. En definitiva, a través de un complicado mecanismo, el sistema sueco se asimila a uno que indexa por la nómina salarial y contempla –para ajustar los beneficios– los cambios en la expectativa de vida después del retiro.

En lo que se refiere al pilar de capitalización, la opción adoptada fue la de permitir a los individuos, la elección del tipo de fondo –sin garantía de tasa de retorno– y del administrador, dentro de aquellos registrados que quisieran participar, es decir sin establecer limitaciones en cuanto a su naturaleza jurídica. Con el objetivo además de reducir los costos administrativos del sistema, se determinó por un lado que el traspaso entre fondos sea inmediato a la decisión del individuo, y por el otro, se diseñó un esquema en el cual las administradoras desconocen quiénes son sus clientes, efectuando una agencia pública dependiente de la seguridad social, el manejo del clearing correspondiente ante los traspasos y el registro de la información individualizada. A su vez, para la provisión del seguro en la etapa de retiro fue creado un monopolio estatal, impidiendo además que los beneficiarios retiraran los fondos de una vez, con el argumento de que el objetivo del sistema era prevenir la pobreza en la vejez, y ello no estaría garantizado bajo esa alternativa.

Con respecto a la transición, la disponibilidad de registros previsionales desde 1960 ha permitido reconstruir las cuentas nocionales de los trabajadores desde entonces. De todos modos, se ha implementado un esquema en el que para aquellos nacidos antes de 1954, la pensión se calcula como un mix entre la resultante del viejo sistema y la de las NDC, aumentando el peso de estas últimas a medida que se incrementa el año de nacimiento; el resto de la población ingresa completamente en el nuevo sistema.

En Polonia, si bien es similar al régimen sueco en cuanto a que consiste en un esquema con pilares de NDC y de capitalización, que se convierten al retiro en una renta vitalicia en función de la esperanza de vida en ese momento, contemplando además una pensión mínima garantizada financiada –la diferencia entre este mínimo y el haber– de rentas generales, se distingue de éste en varios aspectos. Así, por ejemplo, la tasa de contribución –que asciende al 19,52% del salario– se destina en una diferente proporción entre

ambos pilares, asignándole en este caso más importancia al segmento de capitalización (el 7,3% de los 19,52% frente al 2,5% del 18,5% en el modelo sueco). A su vez, la tasa de retorno de los fondos acumulados y la indexación de los beneficios de las cuentas nocionales se corresponde con la variación de la nómina salarial.

Con respecto a la transición, si bien el sistema es obligatorio para todos aquellos nacidos a partir de 1949, se permitió a los trabajadores mayores de treinta años al momento de la reforma la posibilidad de elegir si canalizar su contribución en la forma prevista por el nuevo régimen o concentrarla en las cuentas nocionales. Por otra parte, en todos los casos de trabajadores con aportes al viejo régimen –independientemente de la elección que, de corresponder, efectuaran– se les reconoció en su cuenta NDC un capital inicial equivalente al que en el anterior régimen arrojarían los beneficios que éste prometía (ajustado por edad y años de contribución), aunque con topes. Este mecanismo obedeció fundamentalmente a la falta de registros previsionales individuales adecuados, hecho que incluso llevó a establecer un período de cinco años para el cálculo definitivo de este bono de reconocimiento.

En el caso italiano, el sistema de NDC adoptado no es complementado, como en los anteriores, con un esquema obligatorio de capitalización, al tiempo que tampoco se establece una pensión mínima garantizada. La tasa de retorno establecida en las cuentas NDC es el promedio móvil quinquenal del crecimiento del PBI, a lo que se agrega un interés real del 1,5% anual, en tanto que la renta vitalicia que se calcula a partir del fondo acumulado, considera en principio fija la tabla de expectativa de vida por tramos de edad. Sin embargo, se prevé que este indicador será revisado cada diez años, del mismo modo que el ajuste de las cuentas por el crecimiento del PBI, en tanto éste discrepe de la evolución de la masa contributiva al sistema de seguridad social. Luego del cálculo inicial al momento de retiro, los haberes se ajustan por la variación de precios al consumidor, lo cual se estima puede generar, con el tiempo, problemas de pobreza a los beneficiarios de las pensiones más reducidas.

La lenta transición prevista en este caso, en el que los años de aportes previo a la reforma son retribuidos conforme las reglas anteriores, determina que la mejora en el balance financiero del sistema, que descansa fundamentalmente en la reducción de la pensión media, se materialice recién en el largo plazo. A su vez, a pesar de que se prevé la revisión cada diez años de los parámetros relevantes de este régimen, no cuenta con estabilizadores automáticos como en el caso sueco, por lo que existen dudas acerca de si se logrará el equilibrio que se persigue.

La reforma en Letonia, cuyo sistema anterior padecía, además de los problemas de envejecimiento típico de los países de Europa, otros similares a los de la región latinoamericana (evasión, excesivas pensiones por invalidez, etc.), consistió en el establecimiento de un pilar obligatorio de NDC, con una pensión mínima garantizada, y en un sistema de capitalización optativo para los trabajadores que ya estaban en el mercado de trabajo y obligatorio para los entrantes,<sup>17</sup> a lo que se agregó un tercer pilar voluntario de pensiones privadas organizado fundamentalmente a través de los empleadores y alen-

tado con incentivos impositivos. El diseño del nuevo régimen contempla, además, ir reduciendo gradualmente la importancia del pilar NDC a favor del de capitalización obligatorio.<sup>18</sup> En las cuentas NDC, la contribución es del 27% para los trabajadores que ya estaban en el sistema y del 25% para los entrantes, y los fondos acumulados se ajustan por la variación de la nómina salarial, obteniéndose al retiro una pensión vitalicia de acuerdo con el fondo acumulado y la expectativa de vida; la pensión así calculada se ajusta en la etapa pasiva por un índice que combina en partes iguales la variación de precios y la nómina salarial.

A diferencia de los restantes esquemas en los que, en mayor o menor grado, se contempla el paso gradual al nuevo régimen en función de la edad de los trabajadores, en Letonia todos fueron obligatoriamente incorporados al nuevo sistema de NDC. Se les reconoció por los años de aporte un capital inicial que, dadas las falencias de la historia previsional individual derivadas mayormente del período hiperinflacionario de comienzos de los noventa, se calculó a través de reglas complejas que en la mayor parte de los casos se basa en una aproximación de los años de contribución y los salarios de los últimos períodos.

Además de los descriptos, otros países en Europa central y del este están evaluando reformar sus sistemas de pensiones hacia esquemas del tipo NDC, dentro de los que se incluyen Croacia, Estonia, Rumania y Ucrania. En América latina, sólo Brasil adoptó una variante de este modelo, en el cual la acumulación nocional de fondos en la cuenta individual se conforma con el salario histórico (indexado) promedio multiplicado por los meses de servicio y la tasa de contribución, mientras que se efectúa un ajuste separado y adicional para el retorno, calibrando los años de contribución y remunerando a una tasa administrativamente determinada que se estima similar a la tasa de interés. Los factores de longevidad son tomados en cuenta al estimar los beneficios, siendo luego éstos ajustados de acuerdo con la evolución de la inflación. Dados los parámetros sobre los que se basa este esquema, particularmente el rendimiento de las cuentas nocionales y el ajuste de las pensiones, ambos disociados del crecimiento de la base contributiva, no está claro que el sistema resulte financieramente equilibrado.

Con excepción de esta experiencia, la mayor parte de los países de América latina han aplicado reformas en sus sistemas de pensiones a partir de los noventa, que descansan en todos los casos en cuentas de ahorro individuales, pero conforme a un arreglo de capitalización, aunque manteniendo por lo general –en una versión modificada y diferente entre países– algún segmento de reparto no actuarial. Empezando por el caso pionero de Chile en 1981, este modelo fue adoptado por Perú (1992), Colombia (1993), Argentina (1994), Uruguay (1996), México (1997), El Salvador (1997), Bolivia (1998), Costa Rica (2000), Nicaragua (2000), Ecuador (2001) y República Dominicana (2003).

Siguiendo la terminología sugerida por el Banco Mundial, el nuevo esquema se denominó modelo multipilar. Así, el primer pilar se refiere a la parte del sistema de pensiones con fines redistributivos, orientado a mantener a los ancianos fuera de la pobreza. El gobierno define aquí los beneficios, y re-



gula y administra el régimen, el cual está organizado en la forma de reparto. El segundo pilar se refiere al segmento destinado al objetivo de que los individuos suavicen el consumo sobre su ciclo de vida. El gobierno fija las contribuciones y el régimen es de cuentas individuales de capitalización administradas –con estrictas regulaciones– por una (nueva) industria privada de fondos de pensión. El tercer pilar consiste en el ahorro previsional voluntario de los trabajadores en las mismas cuentas de capitalización, ya sea en forma personal o través de los planes que les ofrezcan las empresas, segmento en el que el rol del Estado se limita a la definición de los incentivos, que normalmente consisten en preferencias impositivas.

Aunque las reformas encaradas en los países de América latina resultan tipológicamente similares, existen, sin embargo, diferencias no despreciables entre ellas. Uno de los aspectos en el que ha habido disparidad de posiciones es en el que se refiere a la posibilidad o no de los beneficiarios de elegir entre el nuevo régimen o permanecer en uno de reparto. Así, por ejemplo, Costa Rica, Uruguay y Ecuador mantuvieron un importante sistema de reparto, pero reformado –con beneficios menos generosos que en el régimen anterior–, adicionando un pilar de capitalización que inclusive en Uruguay y Ecuador sólo es obligatorio para los trabajadores de mayores ingresos. Perú, Colombia y Argentina, ofrecieron a los trabajadores la elección entre un sistema de reparto reformado (más actuarial) y el nuevo esquema, existiendo además en el caso de la Argentina un pilar básico de reparto que es común a los dos regímenes. En el sistema colombiano, además, se les permite a los aportantes pasar de un régimen a otro cada tres años. En Chile, en cambio, el traspaso al nuevo sistema fue obligatorio, del mismo modo que en México, El Salvador, Bolivia, República Dominicana y Nicaragua.

Otras de las dimensiones en que divergen los regímenes reformados de América latina es en la organización del componente público destinado a la prevención de la pobreza en la vejez, es decir, el primer pilar del sistema. En la mayor parte de los países que, como Chile, suprimieron el componente de reparto, el mecanismo redistributivo consiste en asegurar –con diversas modalidades– un nivel mínimo de haberes financiado a través de rentas generales. En México, por ejemplo, el gobierno completa los aportes al sistema de capitalización de los trabajadores de más bajos ingresos, los que además no están sujetos a comisiones, al tiempo que a quienes, como consecuencia de que no logran cumplir con todos los años de aporte requeridos, el fondo no es suficiente para lograr la pensión mínima, reciben un complemento del gobierno. En Bolivia, en cambio, se concedió a la población que al momento de la reforma tuviera más de veintiún años, una pensión de vejez de suma fija de carácter no contributiva, que se preveía financiar con el producido de las privatizaciones de empresas públicas.

En países como Uruguay, Costa Rica y Ecuador, que mantienen un segmento de reparto, el componente redistributivo se traduce en una pensión mínima, pero condicionada su obtención a un cierto número mínimo de años de contribución. En la Argentina, y con similar condicionalidad, la pensión mínima está organizada como un beneficio de suma fija que se obtiene a través del pilar de reparto obligatorio común a los dos regímenes entre los que



puede, complementariamente, optar la población. En Colombia, en cambio, donde no existe el pilar de reparto obligatorio, se estableció una pensión mínima garantizada, tanto para los trabajadores que eligen el régimen de reparto optativo como para los se inclinan por la capitalización. A diferencia de ello, en Perú el haber mínimo sólo está garantizado para quienes revisten en el sistema de reparto, no existiendo tal seguro para los afiliados que aportan a las cuentas de capitalización. En rigor, constituye el único país de los analizados, en el que una parte de la población beneficiaria del sistema no cuenta con un mecanismo orientado a prevenir la pobreza en la vejez.

El tratamiento a la generación de transición constituye también un aspecto de la reforma en la que hay diferencias entre los distintos países. Al respecto, Bolivia y México representan los dos únicos casos en los que cambiar al régimen de capitalización fue obligatorio. En otros, esta obligatoriedad sólo se impuso a ciertos trabajadores. Así, por ejemplo, en República Dominicana, sólo no pudieron optar los trabajadores del sector privado menores de cuarenta y cinco años; en Uruguay, esa restricción rigió para todos los aportantes menores de cuarenta años; en El Salvador, en cambio, mientras fueron obligados a afiliarse al sistema de capitalización a quienes, al momento de la reforma, fueran menores de treinta y seis años, permitiéndoles optar a los trabajadores de entre treinta y seis y cincuenta y cinco años (cincuenta, en el caso de las mujeres), se dispuso, al mismo tiempo, la permanencia compulsiva en el reparto (residual) a los que superaran ese límite superior de edad. Entre los países que, a diferencia de todos éstos, permitieron ejercer libremente la opción a la generación de transición se encuentran Chile, Argentina, Colombia y Perú.

En los casos en que los trabajadores –ya sea en forma optativa u obligatoria– cambiaron al régimen de capitalización, se les reconocieron los aportes al viejo sistema, en general en la forma de bonos. Las excepciones fueron Argentina y Uruguay, en los que se establecieron beneficios complementarios al retiro, y México, en el que se garantizó que el haber no sería inferior al que habría correspondido en el sistema anterior.

Un rasgo similar en todos los países, con excepción de Bolivia, es que en el mercado de fondos de pensión participa un número variable de administradoras privadas, que compiten entre sí para captar afiliados, básicamente en dos dimensiones: el rendimiento de cada fondo y las comisiones que cobran por el manejo de la cartera (incluyendo la prima por seguro de muerte e invalidez del titular). En Bolivia, en cambio, luego de la fusión de los fondos existentes, hay una manejo centralizado, cuya administración se licita periódicamente y su comisión está limitada.

En todos los casos, a excepción de Chile en forma reciente, cada fondo puede ofrecer una única cartera, cuya composición por tipo de activo se encuentra sujeta a límites, incluyendo los instrumentos financieros externos.<sup>19</sup> Estas regulaciones apuntan, por un lado, a promover el desarrollo del mercado local de capitales; por el otro, a garantizar una demanda de bonos del gobierno que permita financiar la transición de un sistema a otro, y, por último, en conjunto con otras normas prudenciales,<sup>20</sup> a acotar el riesgo de inversión, que antes del retiro es asumido por los aportantes. En algunos paí-

ses, como Argentina, Chile, Colombia, El Salvador, Perú y Uruguay, se avanza, incluso, para limitar las diferencias de rendimiento entre los distintos fondos, garantizando que el desempeño de cada uno no puede ser muy diferente del promedio.

Una cuestión vinculada a este tema que ha comenzado a debatirse se refiere a otorgar mayor posibilidad de elección a los beneficiarios, del riesgo a asumir en la inversión de sus fondos. Se sostiene, en este sentido, que si la pensión que previene la pobreza en la vejez (pensión mínima), se logra –como ocurre en muchos países, y como, además, sugiere la teoría– a través del segmento de reparto, no existirían demasiados argumentos para impedir mayor grado de opción individual sobre la porción de los ahorros destinados a suavizar el consumo. Precisamente, Chile ha avanzado en forma reciente en esa dirección, permitiendo el ofrecimiento de cinco carteras diferentes por fondo, con distinta exposición en los activos de mayor riesgo, la inversión en acciones. Debe notarse que desde su implementación, en el año 2001, el 40% de los afiliados ha ejercido la opción de cambio. El problema en este caso es que justamente la pensión mínima en el sistema chileno –en forma similar a otros países en la región– no surge de un pilar de reparto, sino que consiste en una garantía sobre el haber de capitalización. De este modo, los trabajadores que no esperan acumular más que para obtener el haber mínimo (garantizado), tienen incentivo a elegir las alternativas más riesgosas, trasladando en consecuencia el riesgo de inversión al gobierno.

A pesar de que, con la excepción de la reciente modificación introducida al sistema chileno, los trabajadores no cuentan con opciones de diverso riesgo en la etapa de acumulación de los fondos, al momento del retiro, las alternativas para disponer de ellos suelen ser más variadas. En efecto, salvo en Uruguay y Bolivia, donde obligatoriamente los fondos se convierten en rentas vitalicias,<sup>21</sup> en el resto de los casos los pensionados pueden elegir entre esa modalidad o la contratación de una renta programada,<sup>22</sup> admitiéndose incluso una combinación de ambas (renta vitalicia diferida) en Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador y Perú. Más aún, en Argentina, Chile y Perú, los individuos de más altos ingresos laborales tienen la posibilidad de, una vez contratada una renta vitalicia que, como mínimo, alcance determinada proporción de la pensión básica, retirar de una vez el fondo excedente.

En lo que concierne a la evolución de las rentas vitalicias una vez contratadas, en Chile, Colombia y Perú se dispuso su actualización a través de algún índice de precios, mientras que en Uruguay se ajustan de acuerdo con la variación en los salarios, transfiriendo en estos casos al asegurador, el riesgo de crecimiento en estas variables. Cabe señalar, que el mecanismo para que las compañías aseguradoras pudieran protegerse de tal riesgo en sus pasivos, sería contar con un mercado líquido de bonos indexados en los que invertir, mercado que sólo en Chile se ha desarrollado hasta el momento.

Si bien, como se mencionó al inicio de esta sección, las reformas en los países latinoamericanos han sido impulsadas por la insostenibilidad fiscal de los sistemas públicos de pensión, excesivamente generosos, y plagados de fraude y mala administración, debe notarse que al mismo tiempo se persiguieron otros objetivos. En efecto, por un lado, alterar el financiamiento ha-

cia un esquema de mayor responsabilidad individual o de base actuarial, se estimaba que induciría a un incremento en la cobertura, al establecer mayores incentivos a los trabajadores a contribuir al sistema. A su vez, se pretendía por otro lado, a través del crecimiento de los fondos de pensión y otros inversores institucionales (básicamente, compañías de seguro), fortalecer el desarrollo del mercado local de capitales.

Un indicador que ilustra acerca de la sostenibilidad fiscal de las promesas generadas por los sistemas de pensión a partir de las reformas estructurales encaradas, lo constituye la relación entre la deuda previsional implícita y el PBI de cada país, definiendo esa deuda como el valor presente del flujo de futuros beneficios que el sistema público tendrá que pagar a los participantes actuales (contribuyentes, beneficiarios y sus sobrevivientes) de acuerdo con los parámetros definidos del sistema, para reconocer sus contribuciones hasta algún determinado año. Simulaciones realizadas por el Banco Mundial (2004) para ocho países, en los que se proyecta también el supuesto escenario sin reforma, muestran que esta relación cae más rápidamente en los sistemas que eliminaron el régimen de reparto, como Chile, México, Bolivia y El Salvador, mientras que en aquellos que lo mantuvieron (Argentina, Colombia y Uruguay) sólo disminuiría el ritmo de crecimiento. Debe notarse, sin embargo, que la caída en la deuda implícita en relación con el PBI obedecería en algunos casos a que una parte de tales obligaciones fueron convertidas en deuda explícita o pagadas con transferencias presupuestarias.

Una medida alternativa de los cambios en la sostenibilidad fiscal, es la evolución de la deuda pública previsional explícita en relación con el PBI a partir de la reforma, comparada con la tasa simulada correspondiente al escenario sin reforma.<sup>23</sup> Las estimaciones realizadas por el Banco Mundial (2004), en las que se calcula la deuda explícita acumulada a partir del año 2001 (en relación con el PBI) para diferentes momentos, hasta el año 2050, muestran notables mejoras respecto del escenario sin reforma, especialmente en Perú, Bolivia, Uruguay, Chile y El Salvador. En la Argentina, en cambio, estos resultados arrojan un aumento más importante en el sistema reformado, hecho que, sin embargo, sólo en parte obedece a las pérdidas de recursos fiscales de los trabajadores que destinan sus contribuciones a las cuentas de capitalización. Estas cifras captan también el aumento en el déficit que provino de la reducción de aportes patronales dispuesto a mediados de los noventa con el objeto de reducir la informalidad laboral, a lo que se sumó el traspaso al sistema nacional de algunas cajas de pensiones (deficitarias) correspondientes a los empleados públicos provinciales, mecanismo que constituyó el incentivo ofrecido a tales jurisdicciones a cambio de aceptar el cierre de sus generosos (y fraudulentos) sistemas.

Si bien estas simulaciones reflejarían, aunque no en forma elocuente y generalizada, que a partir de las reformas –con beneficios del segmento público más modestos– debería esperarse una mejora en la sostenibilidad fiscal de los sistemas de pensión de la región, estos resultados deben interpretarse con cautela. Ello obedece, entre otras cuestiones, a que la construcción de tales indicadores supone que las reformas fueron implementadas adecuada-

mente: no es lo que ocurrió, por ejemplo, en Bolivia, donde imprecisiones en el marco regulatorio de la transición dieron lugar a reclamos fraudulentos y a interpretaciones laxas, que se traducen en definitiva en un costo fiscal más elevado que el previsto. Por otra parte, estos ejercicios están limitados a detectar si a raíz de las reformas se reduce el riesgo de que los gobiernos no cumplan con los derechos previsionales de los trabajadores; no captan, en cambio, el impacto macroeconómico que –algunos autores sugieren– puede surgir cuando los gobiernos convierten parte de la deuda implícita en deuda explícita para financiar el período de transición.

En relación con esto último, han sido fundamentales en casi todos los casos las regulaciones establecidas sobre las carteras de las administradoras de fondos de pensión. En efecto, los límites fijados –más severos para acciones y activos externos que para los de renta fija– tendieron a producir un mercado garantizado para los bonos públicos, contribuyendo de esta forma a suavizar la transición financiada con deuda.<sup>24</sup>

De este modo, las reformas –logrando uno de los objetivos propuestos– han efectivamente ampliado el mercado de capitales, siendo ilustrativo de ello que el tamaño de los activos de los fondos de pensión como porcentaje del PBI se ha casi duplicado en cinco años, comenzando a dominar este mercado. Sin embargo, al concentrar las colocaciones en deuda pública, se limita su contribución directa a la inversión privada (acciones, obligaciones negociables, cédulas hipotecarias, etc.), al tiempo que las carteras resultan insuficientemente diversificadas y muy expuestas al riesgo soberano. Este fenómeno ha sido menos pronunciado en países como Chile que, previo a la transformación del sistema obtuvo superávit fiscales del orden de 5 puntos del PBI a fin de morigerar el impacto de los costos de la transición sobre las finanzas públicas; la Argentina, en cambio, se embarcó en la reforma del régimen sin realizar un esfuerzo fiscal que permitiera reducir tales efectos. En este último caso, además, ante la severa crisis macroeconómica iniciada en el año 2001, las administradoras de fondos de pensión debieron aumentar su ya elevada exposición a los títulos públicos, manteniendo a fines de ese año casi dos tercios de sus activos en estos bonos. Esta experiencia revela que, si bien en menor grado que un sistema público, el régimen de pensiones privado no está libre de la manipulación política.

Más allá de que el principal activo en la cartera de los fondos de pensiones lo constituyen los títulos públicos, también resultan relevantes las colocaciones en instrumentos bancarios o depósitos. Dado que las inversiones de estos operadores pueden ser de largo plazo, su participación contribuye a reducir el riesgo de descalce en el sistema bancario, al tiempo que la competencia entre administradoras puede inducir una reducción de los *spreads* de tasas y de los gastos de administración.

Además de la composición de la cartera, una cuestión que ha estado en el centro del debate sobre los sistemas de capitalización han sido las comisiones cobradas por los fondos de pensión. La evidencia de Chile y de otros países muestran que éstas han sido fijadas inicialmente en niveles elevados y luego han ido descendiendo a lo largo del tiempo. Este comportamiento plantea la cuestión relativa a la equidad intergeneracional, dado que las pri-

meras generaciones de trabajadores pagan comisiones más altas para cubrir los costos de lanzamiento de la nueva industria.

Además del citado argumento, el nivel de las comisiones se ha atribuido en ciertos casos a presuntas prácticas oligopólicas entre las firmas que administran los fondos de pensión. Un indicio en este sentido lo constituiría el hecho de que en Perú, por ejemplo, las comisiones permanecieron constantes, aun cuando la relación costos operativos/comisiones ha caído a la mitad entre 1998 y 2002, mientras que en Bolivia, país en el que se licita la administración de los fondos a un único operador, los costos de administración resultan los más bajos de la región.

A pesar de todos estos cuestionamientos, existe por lo general consenso acerca de que la reforma del sistema de pensiones ha generado una ampliación del mercado de capitales, al tiempo que la evidencia mostraría que los países introdujeron mejoras en el funcionamiento de estos mercados (servicios de calificación de riesgo, custodia, etc.), así como también en los aspectos regulatorios.

En lo que se refiere al objetivo de aumentar la cobertura que se esperaba lograr a partir de una mayor formalización del empleo inducida por el vínculo más estrecho entre beneficios y contribuciones, los resultados no fueron los esperados: la cobertura aumentó modestamente al inicio y luego se estancó en niveles –como mucho– cercanos al 50% de la fuerza de trabajo, aunque en la mayoría de los países estos ratios son menores. Es así que, una de las principales críticas a estos regímenes ha sido precisamente su incapacidad para alcanzar esta meta.

Normalmente la baja cobertura, explicada por el trabajo autónomo o en establecimientos pequeños, se atribuye a la miopía o falta de información de los trabajadores sobre los beneficios de contribuir al nuevo sistema. Sin embargo, una interpretación alternativa plantea que este resultado podría obedecer, en alguna medida, a una elección racional de los trabajadores.

Hay muchas razones que explican la racionalidad de los consumidores de no participar en el sistema. Así, por ejemplo, para los emprendedores más pobres, el costo de oportunidad de invertir el escaso capital en el régimen de pensiones, independiente de si es o no actuarialmente justo, puede ser muy alto, dadas las dificultades para acceder al crédito; a su vez, la imposibilidad de rescatar los fondos ahorrados en tiempos duros puede establecer restricciones de liquidez inaceptables sobre estos trabajadores. Más aún, cuando el ingreso es apenas justo para satisfacer las necesidades mínimas del momento, ahorrar para suavizar el consumo en la vejez puede no ser racional.

Debido a estos argumentos en ciertos países, y en diversas modalidades, la obligatoriedad de participar en el pilar destinado a suavizar el consumo en la vejez está condicionado al nivel de ingresos laborales de los trabajadores; tal es el caso del sistema australiano establecido en 1993, en el que eximen a quienes no ganan por encima del salario mínimo, o del régimen en Holanda, en el cual la contribución obligatoria al segundo pilar es un porcentaje del ingreso laboral del trabajador por encima de ese piso. En América latina Uruguay y Ecuador dispusieron un esquema basado en criterios similares.

El ahorro compulsivo puede ser costoso no sólo para los individuos de menores recursos sino también para los jóvenes. Este grupo, que aún está en la etapa de su ciclo de vida de pedir prestado, deben entonces recurrir a un crédito más alto, a tasas normalmente superiores a las del retorno de los fondos de pensión. En el caso, además, de no tener acceso al crédito, la obligación previsional los conduce a posponer oportunidades de inversión, como comprar una casa o educarse, al tiempo que los deja desprotegidos frente a shocks de ingresos. Las repercusiones pueden ser más importantes entre los de menores recursos, para quienes las elevadas tasas de contribución puede colocarlos cerca de la línea de pobreza durante su juventud.

Por otra parte, en el análisis previsional habitualmente se ignoran otras formas de seguro y ahorro que los individuos y hogares pueden adoptar por su cuenta, incluyendo estrategias familiares, y que pueden tener retornos más elevados y riesgos más bajos que los ofrecidos por el régimen de pensiones. En este sentido, el costo de administración de los fondos de pensión, la cartera única de inversión, la escasa diversificación internacional, el sesgo regulatorio hacia deuda pública, las altas tasas de contribución, los elevados topes contributivos y la falta de credibilidad en los gobiernos, son algunos de los factores que inclinarían a los individuos a preferir sus propios arreglos. Cualquiera sea el motivo, al no considerar estas alternativas privadas, la proporción de población no cubierta por el sistema constituiría un indicador que sobreestimaría el grado de vulnerabilidad de la pérdida de ganar ingresos y el riesgo de pobreza en la vejez.

A su vez, la baja cobertura en los países en desarrollo es probable que también obedezca a los costos que significa tener toda la actividad en términos formales, es decir no sólo el costo previsional de los trabajadores, sino el de cumplir con las restantes cargas laborales y con los impuestos sobre las actividades productivas, fenómeno que no depende de la organización del sistema de pensiones.

Una crítica más reciente a las reformas llevadas a cabo en América latina se apoya en que, a pesar de que la prevención de la pobreza en la etapa pasiva constituye el principal argumento que justifica el establecimiento de un sistema de pensiones, estas transformaciones pusieron más énfasis en el desarrollo del segundo pilar de gran tamaño, es decir en el que regula el ahorro compulsivo vinculado a la suavización del consumo.

La principal explicación para el establecimiento de pilares de ahorro de importante dimensión ha sido, presumiblemente, para facilitar la transición desde los viejos sistemas de pensiones, cuyos beneficios implicaban elevadas tasas de reemplazo. El desarrollo del mercado de capitales ha sido otro argumento para forzar un segundo pilar de gran tamaño, por lo que la idea subyacente tras éste ya no sería que los individuos subahorran desde el punto de vista personal, sino el de que la economía lo haría como un todo.

De todas maneras, debe notarse que esta característica no es exclusiva de los regímenes de capitalización; en aquellos países que se han movido a un esquema de NDC, ese pilar resulta también de una dimensión importante.<sup>25</sup> Como ya se señaló, el tamaño del sistema de pensiones es –del mismo modo que su grado de redistribución– una decisión de carácter político sobre

la que el análisis económico poco puede aportar en términos de optimalidad, excepto probablemente señalar que cuanto más elevadas sean las contribuciones obligatorias, aun en esquemas actuariales, éstas comienzan a asemejarse a un impuesto al trabajo, particularmente para aquellos individuos (como los pobres y los jóvenes) que están sujetos a restricciones de liquidez.

#### 1.4. CONSIDERACIONES FINALES

La mayoría de los sistemas de pensiones se organizan en forma obligatoria. Los principales argumentos que justificarían este carácter serían el de prevenir la indigencia en la vejez (evitando el oportunismo), suavizar el consumo sobre el ciclo de vida y posibilitar el seguro contra el riesgo financiero de longevidad, los que podrían no lograrse en un régimen de acumulación y seguro voluntario.

Dado que la pobreza se vuelve con el crecimiento un evento cada vez más raro, el costo de un seguro se abarata, lo cual constituye el fundamento para armar un *pool* de riesgo a través de programas DB, financiado mediante contribuciones o impuestos generales. A medida que aumenta la expectativa de vida, el costo de estos programas aumenta, pero son limitados. En cambio, financiar de este modo la suavización del consumo no sólo no es costo efectivo, ya que por ser un evento frecuente resulta más conveniente el ahorro individual, sino que requiere además aumentos progresivos de impuestos o contribuciones que lo terminan haciendo insostenible.

Los regímenes DC actuariales –sean de reparto o capitalización– introducen un mecanismo automático de restablecimiento del equilibrio, dado que los beneficios dependen de la expectativa de vida de una generación dada. A su vez, la vinculación estrecha entre aportes y beneficios reduce las distorsiones en el mercado de trabajo e induce a demorar el retiro. La preferencia creciente por esquemas de cuentas individuales, tanto en países desarrollados como en desarrollo, constituyen en rigor una respuesta a estas cuestiones.

Ambos esquemas, si bien similares en muchos aspectos, al diferir en el mecanismo de financiamiento (acumulación de ahorros pasados o ingresos corrientes), tienen distinto impacto sobre el desarrollo del mercado de capitales –y quizá sobre el ahorro–, al tiempo que tienen asociados distintos riesgos, costos de administración y de transición, siendo estas cuestiones una parte relevante del debate actual sobre los sistemas de pensiones.

De todos modos, y al margen de si se organizan en reparto o capitalización, los argumentos que justifican la obligatoriedad del aporte a las cuentas individuales (suavizar el consumo y posibilitar el seguro financiero de longevidad), nada sugieren acerca del tamaño apropiado de este pilar. Sin embargo, la evidencia parecería indicar que en ambos tipos de arreglos este segmento podría estar sobredimensionado, resultando que muchos individuos podrían ser obligados a ahorrar más de lo que deberían, dadas sus posibilidades o necesidades en distintas etapas de la vida. Es por este motivo que en algunos países desarrollados –incluyendo los que han encarado transformaciones estructurales de sus regímenes– se le está asignando una creciente



importancia al pilar de ahorro voluntario, como un mecanismo para que a futuro se pueda ir reduciendo el segmento obligatorio.

A su vez, el hecho de que las reformas sistémicas recientes en todos los casos se han concentrado sobre el pilar orientado a suavizar el consumo, a través de esquemas que no implican una redistribución de ingresos entre individuos, no disminuye, sino más bien aumenta, la importancia del primer pilar. En relación con ello, las dimensiones sobre las que debe debatirse –en particular, por las condiciones de pobreza, en los países latinoamericanos– las constituyen, por un lado, el tamaño de este componente –vinculado a cuán redistributivo se desea que sea el régimen de pensiones– y, por el otro, los mecanismos alternativos para organizarlo. No debe descuidarse, en este sentido, que prevenir la pobreza en la vejez, pero evitando el oportunismo, constituye el principal objetivo de los regímenes obligatorios de pensiones.

## NOTAS

1. La miopía suele definirse como una elevada preferencia de los individuos por el consumo presente comparado con el consumo futuro (tasa de descuento muy elevada). Una visión más reciente del comportamiento miope se basa en suponer que los individuos desearían ahorrar para el retiro, pero que por ausencia de autodisciplina, lo posponen permanentemente, fracasando de este modo en su intento (en cada momento se tiende a descontar el futuro cercano a una tasa más baja que el futuro más lejano).

2. Estos errores generalizados podrían ser el resultado del considerable aumento en la expectativa de vida ocurrido en las últimas décadas o de consideraciones psicológicas que dificultan la visualización del futuro, entre otras causas.

3. Debe señalarse, sin embargo, que si bien un sistema de reparto puede ser actuarialmente justo, normalmente lo es menos que un sistema de capitalización, debido a las diferencias en las tasas de retorno: la tasa de crecimiento de la base imponible es por lo general más baja que la tasa de interés de mercado.

4. Debe señalarse en este punto, que la tasa de retorno relevante en ambos casos debe ser neta de costos administrativos, existiendo consenso en este sentido que los costos por estos conceptos son más elevados en un sistema de capitalización que en uno de reparto.

5. Este efecto, sin embargo, puede verse contrarrestado si la carga impositiva sobre las generaciones inmediatas a la reforma son excesivamente elevadas, dando lugar a una distorsión tal en el mercado de trabajo que, en definitiva, todas las generaciones posteriores podrían ver disminuido su bienestar.

6. Si el sistema de reparto no actuarial es administrado por los empleadores, este riesgo es asumido por ellos y, en última instancia, por los accionistas.

7. Una de las razones del compromiso público en materia de pensiones en la eurozona es de carácter histórico: independizarse de los contratos privados de largo plazo, los cuales habían sido repetidamente repudiados por efecto de las guerras y de la inflación.

8. En la UE, sólo Irlanda y Gran Bretaña tienen niveles similares.

9. La relación en lo que deja de ganar por seguir trabajando y lo que gana por seguir haciéndolo la denominan “impuesto que fuerza el retiro”.

10. En Estados Unidos, los ahorros privados en cuentas de retiro también consti-



tuyen la porción más importante del haber jubilatorio, sustituyendo en este sentido a los tradicionales planes privados de los empleadores del tipo DB.

11. Notional Defined Contributions.

12. Palmer (2003) sostiene que si bien un sistema NDC, ante un aumento en la expectativa de vida, induce al retiro más tardío por la caída en la renta vitalicia, no resuelve el problema de sustentabilidad completamente si la gente tiene una tasa de descuento más alta que la usada para los ajustes de pensión, dado que en este caso tenderá a retirarse tan temprano como pueda. Sugiere, entonces, que aun en esquemas actuariales de este tipo sería conveniente ir modificando la edad mínima de retiro, según cambie la esperanza de vida.

13. Tampoco, en rigor, de las situaciones de desempleo, que sí afectan la masa salarial.

14. Téngase presente que un esquema organizado sobre bases actuariales puede resultar insuficiente para evitar la pobreza en la vejez en el caso de aquellos individuos que han sido pobres a lo largo de todo el ciclo de vida.

15. La mayor parte de los empleados cuenta también con una pensión voluntaria negociada con los empleadores, la cual previo a la reforma era del tipo DB, mientras que a partir de entonces ha ido cambiando hacia esquemas de capitalización con DC, con contribuciones que rondan entre el 2 y 4,5% de los salarios.

16. El régimen contempla, además, que los individuos puedan retirarse parcialmente del mercado de trabajo después de la edad mínima requerida, de modo tal de percibir una fracción de su pensión y continuar simultáneamente acumulando en su cuenta notional para incrementar su haber al momento del retiro pleno.

17. El pilar de capitalización obligatorio es administrado exclusivamente por el Estado hasta el año 2006; a partir de entonces, los beneficiarios tendrán la opción de elegir por derivar sus fondos a administradores privados.

18. Actualmente los entrantes deben destinar el 2% a la cuenta de capitalización obligatoria. La legislación prevé que las contribuciones de los trabajadores que ingresen al mercado a partir del año 2010 se repartan, de los 27 puntos totales del salario, 17 a las cuentas NDC y 10 a las de capitalización..

19. De hecho, hasta el presente, sólo Argentina, Chile, México y Perú permiten inversiones en activos externos.

20. Así, por ejemplo, en todos los países, los activos financieros líquidos comprados por los fondos de pensión deben negociarse en mercados secundarios y valuarse a precios de mercado. Una excepción es la Argentina, donde hasta el 30% de la cartera puede ser colocada en bonos del gobierno en una cuenta de inversión hasta su madurez, y ser valuados a valor técnico.

21. En Argentina, Chile, El Salvador y Perú es obligatorio para quienes desean retirarse antes de la edad mínima establecida.

22. En rigor, en Chile y El Salvador, la renta programada es obligatoria para quienes no acumularon lo suficiente como para obtener una renta vitalicia equivalente a la pensión mínima. Al retiro, los beneficiarios en esta situación deben contratar una pensión igual a la mínima, y cuando el fondo se agota, el gobierno completa el monto necesario para su financiamiento.

23. La deuda previsional financiada por el sector público incluye el déficit del sistema de reparto que perdura (pagos de haberes menos ingresos por contribuciones); los pagos para cubrir las pensiones mínimas garantizadas (si existen) a los trabajadores que contribuyen a las cuentas individuales; las contribuciones del gobierno al régimen de reparto o de capitalización en países donde esto se establece por ley, y el pago de los bonos de reconocimiento para los trabajadores que aportaron al viejo sistema (Banco Mundial, 2004).

24. Hay países, como Uruguay, Bolivia y México, que incluso establecieron pisos a las colocaciones en deuda pública.

25. Sin duda, lo mismo ocurre con el sistema en su conjunto en los países que aún mantienen un régimen de reparto con DB y menos componentes actuariales.

---

## Capítulo 2

# LOS REGÍMENES DE PREVISIÓN

## EN LA ARGENTINA

### 2.1. EL SISTEMA DE PREVISIÓN HASTA 1993

*Los antecedentes del SIJYP.* El sistema de pensiones de la Argentina es uno de los más antiguos del continente. En 1904 se crearon los primeros sistemas que cubrían a todos los empleados de la administración pública. En 1915 se creó la Caja Jubilatoria de los Trabajadores Ferroviarios, y ésta fue la primera vez que se otorgó cobertura a trabajadores del sector privado. En los años siguientes la cobertura fue extendiéndose a trabajadores de servicios públicos (1921), trabajadores bancarios (1922), marina mercante, aeronáutica civil, gráficos y periodistas (1939). Hasta 1944 sólo el 7% de la población activa estaba protegida por la seguridad social. Entre 1944 y 1954 la cobertura se extendió rápidamente. En ese período surgen la Caja de Empleados de Comercio, la Caja de Jubilaciones de los Empleados Industriales y la Caja de Autónomos.

Si bien los esquemas eran heterogéneos, la mayoría estaban diseñados como regímenes de capitalización. La acumulación de importantes excedentes derivó, desde temprano, en indisciplina fiscal, a través de la financiación del gasto público no previsional en magnitud creciente. La acumulación de títulos públicos por parte de los fondos previsionales fue característica del sistema, hasta que en 1946 se consolidaron todos esos títulos en la forma de un bono único denominado “Obligaciones de Previsión Social” (OPS). En la década de 1950 la acumulación de esos títulos públicos en las “cajas” de previsión representó el 47% del producto bruto interno. Ya en la misma década, más del 50% del flujo de recaudación de las cajas era colocado en OPS. La baja rentabilidad de los títulos y la alta inflación llevaron a la descapitalización de las cajas.

En 1954 se creó el Instituto Nacional de Previsión Social a fin de centralizar el sistema. Para esa fecha casi la totalidad de la población económicamente activa estaba alcanzada por la seguridad social. Ese mismo año, se dictó la ley 14.370 que convirtió al sistema en uno de reparto, se estableció la idea de que el aporte realizado no es el único instrumento para la determinación del haber y se fijó una escala independiente de la suma acumulada,

y el cómputo de los haberes se deslindó de la suma total aportada a lo largo de la vida. Se estableció una escala que benefició a los cotizantes con salarios más bajos, iniciando así la era del pacto generacional implícito en la cual los trabajadores presentes financian a quienes han abandonado el mercado laboral. Dos años más tarde, con la ley 14.499, se alteró la distribución del régimen de reparto puro al establecer un criterio de proporcionalidad entre el salario y la jubilación, relación que se estableció en el 82%. Hasta ese momento, el sistema mostraba importantes superavit, debido a la todavía gran proporción de aportantes y a la baja cantidad de beneficiarios.

Durante la década de 1960 aparecieron los primeros síntomas de dificultad en el régimen previsional. La utilización de los superávit transitorios para fines con retorno bajo o negativo (como la construcción de viviendas entre 1947 y 1953), la elevada inflación, no conocida en los bonos públicos, la evasión, la expansión de los haberes jubilatorios más allá de los ingresos del sistema, constituyeron algunas de las causas. En 1962 se registró por primera vez déficit en el sistema previsional.

En 1967, se realiza una reforma integral del sistema con la sanción de las leyes 18.037 y 18.038. Se unificaron las diferentes cajas en tres: Caja del Estado y Servicios Públicos; Caja de Industria, Comercio y Actividades Cíviles, y Trabajadores Autónomos. Se disolvió el Instituto Nacional de Previsión Social y se creó la Secretaría de Seguridad Social. Las cajas pasaron a estar regidas por un director nombrado por el Poder Ejecutivo (anteriormente estaban bajo la égida de los sindicatos). Adicionalmente, se aumentaron las edades de jubilación y se limitó la percepción del 82% para aquellos que superaban los treinta años de servicios, para quienes tuvieran menor cantidad de años de servicios se abonaba un porcentaje inferior. Este sistema estuvo vigente hasta la reforma de 1993, que creó el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, SIJYP.

*Otros regímenes que subsistieron a la reforma.* A nivel nacional no existió un único régimen de previsión, ya que algunas subpoblaciones de empleados públicos tuvieron, y aún mantienen, regímenes especiales. Es el caso de los regímenes para las Fuerzas Armadas, de Seguridad y el Servicio Penitenciario Nacional. Por otra parte, las provincias y algunas municipalidades organizaron también regímenes propios para sus empleados. Esos sistemas provinciales cuentan con regímenes especiales para los retiros del personal policial provincial y, en aproximadamente la mitad de las provincias existen regímenes diferentes del nacional para empleados públicos, y en particular para personal docente, con requisitos de edad y años de contribución para acceder al beneficio diferentes (menores) a los del régimen general.

Estos regímenes provinciales –que subsisten en los casos en que no se “transfirieron” las cajas al sistema nacional, o que no se realizaron convenios de adaptación al régimen general–, están organizados como sistemas de reparto, y si bien presentaban diferencias entre provincias, en general garantizaban un haber de entre el 82% y el 100% de la remuneración en actividad. La edad de retiro es en la mayoría de los casos de sesenta años para los hombres y de cincuenta y cinco años para las mujeres, en tanto que se re-

quería en general entre veinticinco y treinta años de aportes para acceder al beneficio.

Los sistemas de las fuerzas armadas y de seguridad conservan diferencias significativas respecto del nuevo régimen general creado en 1993 (SIJYP) en términos de edades menores de retiro (en algunos casos con un mínimo de años de servicio) y tasas de aporte. El régimen de retiros militares y pensiones se rige básicamente por la ley 19.101, complementado por leyes 12.913 y 22.919, y por la Ley 24948 que indica la necesidad de encuadrar ese régimen de las fuerzas armadas al SIJYP. El régimen se basa en un sistema de reparto en el cual los haberes están vinculados al salario que perciben quienes están en actividad. El sistema se financia con aportes de los activos, del Estado y de los retirados. La mayor parte de la financiación proviene del Estado, ya que si bien los activos aportan el 11% sobre el salario, la existencia de una importante porción de conceptos “no remunerativos” hace que el aporte de los activos se reduzca a poco más del 6% sobre la remuneración total. Los aportes del Estado incluyen el 36% sobre los haberes del personal superior y el 27% en el caso del personal subalterno, pero siempre sobre los conceptos remunerativos, lo que reduce el aporte a 20 y 15,4% sobre el salario total, más un porcentaje fijo por cada haber de retiro a cargo del Instituto de Seguridad Social de las fuerzas armadas (IAF). Los retirados y pensionados aportan el 11% de sus beneficios, que pasan a integrar los fondos que capitaliza el IAF.<sup>1</sup> El sistema tiene déficit, que queda a cargo del Tesoro nacional.

## 2.2. RAZONES PARA EL FRACASO DEL RÉGIMEN DE REPARTO

Las características de diseño del sistema de reparto determinaban incentivos perversos que atentaban contra su equilibrio de largo plazo. En primer lugar, dado que se requerían treinta años de aportes al sistema, quien no acreditara su número mínimo de años carecería de un rédito por la proporción de un tiempo ejecutado. Además todo período laboral que excediera ese límite no redundaba en mayores beneficios, con lo cual existían incentivos al trabajo informal, al menos por una parte de la vida laboral (que excediera los treinta años reconocidos). Como los beneficios se calculaban tomando las mejores remuneraciones de los últimos años, había un claro beneficio sub-declarando ingresos en los períodos previos a los últimos años.

Existían asimismo serias falencias para determinar el crédito a los beneficiarios del sistema, que aún persisten en el actual régimen público. En efecto, para la acreditación de servicios se acepta en general el certificado de servicios extendido por el empleador, aun cuando el sistema no tenga acreditado el ingreso de aportes. Se establecen límites al reconocimiento de años de servicios cuando se carecen de datos en el sistema oficial, que están en relación con la fecha del reclamo: cuanto más lejano en el tiempo el período reclamado, mayor la proporción de tiempo reconocido sin prueba fehaciente. A fin del reconocimiento de los años de servicios, era posible, y aún sigue siéndolo, presentar pruebas diversas que abonen la existencia en el pasado de una relación

laboral no probada en el organismo de administración del sistema (el ANSES, Administración Nacional de la Seguridad Social). Ello incluye declaraciones de testigos, libretas de trabajo o sanitarias, certificados de médicos que asistieron al trabajador en el domicilio del empleador, etc. A esto se suma la existencia de diversas actividades con requerimientos más débiles para probar servicios (docentes, servicio doméstico, etc.). Todo esto incentivó las conductas fraudulentas, potenciadas con las moratorias a las que se recurrió con frecuencia con el objeto de recaudar fondos, cerrando la brecha financiera de corto plazo pero aumentando los pasivos en el mediano y largo plazo.

A esta combinación de incentivos contrarios al cumplimiento de los aportes, se le sumó la dimensión demográfica que tiende al desequilibrio del sistema. La viabilidad de los sistemas de reparto depende básicamente de la interrelación entre la relación activos/pasivos y la relación entre el haber medio previsional y el salario promedio de la economía. De hecho, el equilibrio presupuestario exige que:

$$T * A * w = P * H$$

Donde,  $T$  es la tasa de aporte de los activos al sistema,  $A$  es el número de aportantes,  $w$  el salario,  $P$  la cantidad de beneficiarios del sistema jubilatorio y  $H$  el haber medio previsional. De esto surge que :

$$T * (A / P) = (H / w)$$

Donde  $H/w$  es la *tasa de reemplazo* (proporción de haberes respecto del salario de aporte). Como puede verse, el equilibrio del sistema depende tanto de la demografía (relación pasivos/activos) como de la determinación de la tasa de reemplazo (haber/salario). En la medida que la población envejezca, es decir en la medida en que la proporción de población pasiva sea mayor, se requiere una mayor tasa contributiva para sostener la tasa de reemplazo  $H/w$ , y mantener aun el sistema en equilibrio.

Al igual que la mayoría de los países desarrollados, la Argentina está inmersa en un proceso de envejecimiento poblacional. Por un lado, la expectativa de vida ha ido creciendo a lo largo de los años. Mientras que a principios de la década de 1950, momento en que la cobertura previsional se generalizó, la expectativa de vida al nacer era de sesenta y tres años, a principios de los ochenta esta edad había crecido casi ocho años a setenta y un años, lo que obligaba a fuertes ajustes del sistema para mantener la promesa de beneficios. A mediados de la presente década esa expectativa de vida promedio se ubicaba en torno de los setenta y cuatro años.

Además del aumento en la esperanza de vida de la población, se verifica una menor tasa de nacimientos. En este sentido, la tasa de fecundidad, ha descendido notablemente.

La combinación de la prolongación de la vida de la población con un menor número de nacimientos, hace que en promedio la población sea más vieja, lo que significa que cada vez existe menor cantidad de individuos en edad activa para sostener a los más viejos.

GRÁFICO 1  
EXPECTATIVA DE VIDA AL NACER

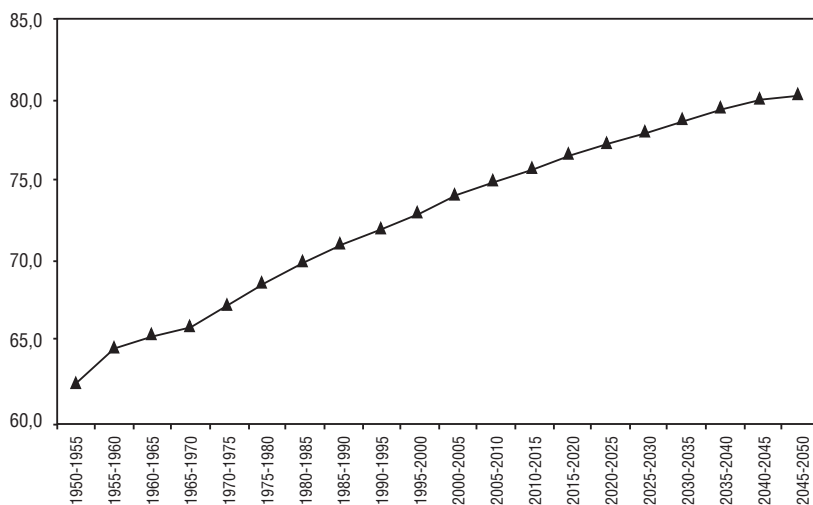


GRÁFICO 2  
TASA FECUNDIDAD ARGENTINA 1950-2050  
(Por cada 1.000 mujeres)

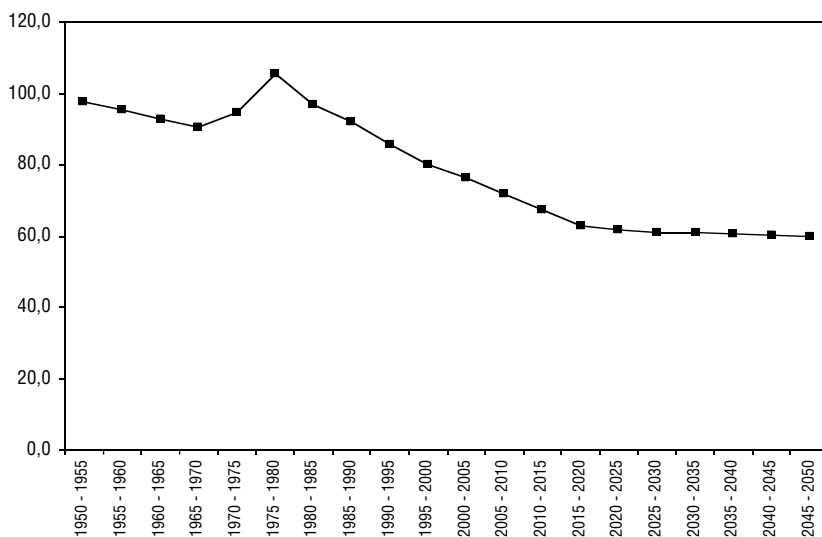
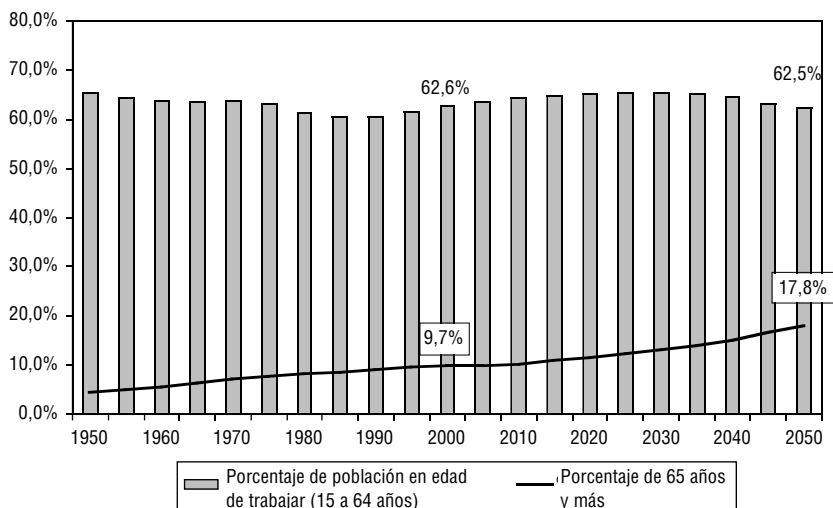


GRÁFICO 3  
CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN "VIEJA"



Sin embargo, la principal causa de desequilibrio residió en que una gran proporción del crecimiento del empleo ocurrió fuera del sistema formal. Entre los años 1980 y 1990 la tasa de informalidad asalariada pasó del 19,4% al 28,5%, mientras que la tasa de informalidad de los autónomos se mantuvo en alrededor del 82%.<sup>2</sup> Esto significa que, mientras entre 1980 y 1990 el empleo urbano creció un 17%, es decir se crearon en ese período 1,6 millones de puestos de trabajo, sólo se incorporaron 100 mil nuevos aportantes al régimen previsional nacional, es decir el que cubre a los trabajadores en relación de dependencia y autónomos.

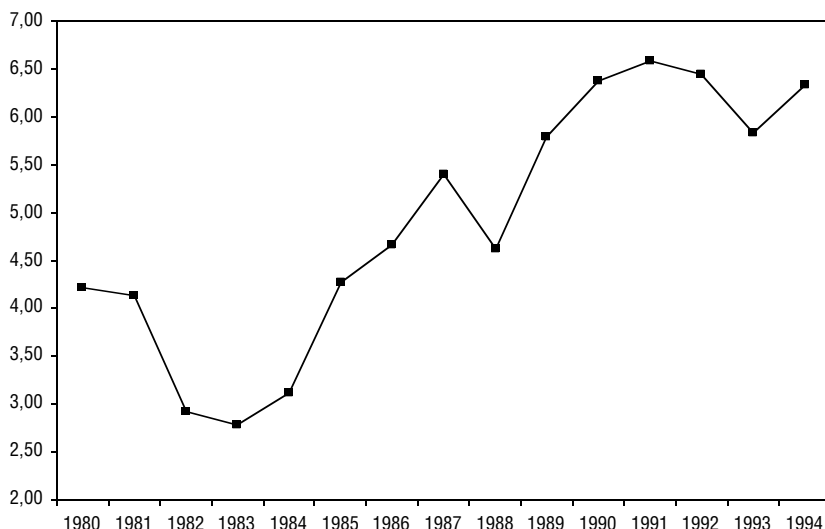
Respecto de la relación pasivos/aportantes, en 1980 el sistema nacional de previsión contaba con 4,3 millones de aportantes en tanto que los beneficiarios alcanzaban a 2,3 millones, es decir esta relación se ubicaba en 0,53. Hacia 1990 el número de cotizantes había crecido solamente hasta 4,4 millones en tanto que los beneficiarios se ubicaban en 3,1 millones, es decir existían 70 pasivos por cada 100 activos.

En lo que respecta a la relación entre el haber medio y el salario, las normas vigentes establecían que los pasivos tenían derecho a un haber de entre el 70 y el 82% del promedio de las mejores tres remuneraciones en los últimos diez años. Dado que los salarios crecen a lo largo de la vida laboral, estos porcentajes se transformaban en promedio entre el 80 y el 92% del promedio de salarios del conjunto de aportantes.

La relación pasivos/aportantes y las pautas para la fijación de los haberes debían determinar una tasa de aportes muy elevados. Para financiar exclusivamente el sistema jubilatorio se requería una tasa de entre el 56 y el 64%; para el equilibrio del sistema y en la medida que los pasivos continua-



GRÁFICO 4  
GASTO PÚBLICO PREVISIONAL NACIONAL  
EN PORCENTAJES DEL PBI



ran creciendo por encima de los aportantes esta tasa debería ser creciente. La imposibilidad de fijar esa tasa de contribución al sistema jubilatorio derivó en el incumplimiento de las normas legales respecto de los haberes, utilizándose para ello mecanismos de ajuste distintos a los previstos, lo que provocó una tendencia hacia la uniformidad y deterioro de las prestaciones. Cabe destacar que a fines de 1991 el 65% de la población percibía la jubilación mínima. De este modo, mientras que hacia fines de los años setenta el haber medio representaba el 60% del salario promedio, hacia 1991 sólo representaba el 40%. A pesar del achatamiento en los haberes, el gasto previsional nacional<sup>3</sup> mostró una tendencia creciente: mientras en 1980 éste representaba un 4,2% del PBI, para el promedio 1990/1993 se ubicaba en el 6,3% del Producto.

El aumento del gasto llevó al ajuste de las tasas de aportes y contribuciones al sistema previsional. Luego de una transitoria reducción a partir de octubre de 1980, a fines de 1984 las tasas contributivas de la seguridad social retomaron un sendero creciente para (a partir de fines de 1991) volver a niveles cercanos a los registrados en la década de 1970. Aunque el incremento de las contribuciones no logró eliminar el déficit previsional, el ajuste contribuyó en el corto plazo al objetivo de reducirlo, a costa de un efecto negativo diferido en el tiempo.

Sin embargo, más preocupante que el nivel de déficit previo a la reforma eran las perspectivas del sistema que mostraban una persistente caída en la

GRÁFICO 5  
APORTES Y CONTRIBUCIONES AL SISTEMA PREVISIONAL

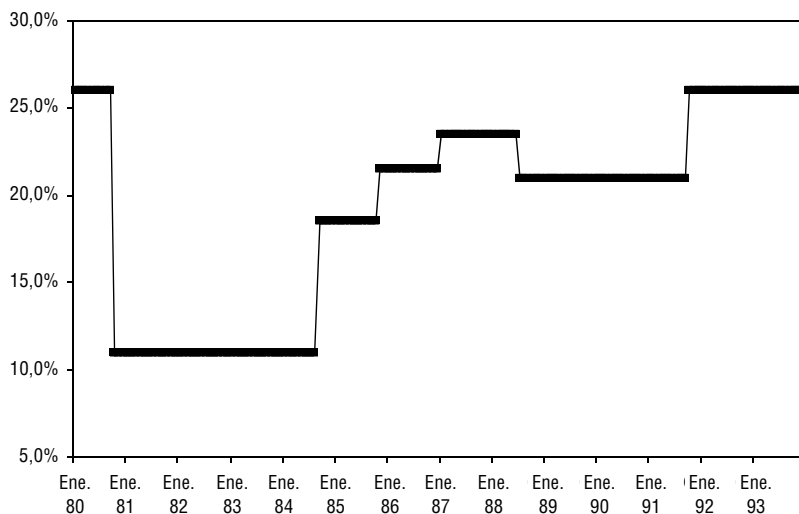
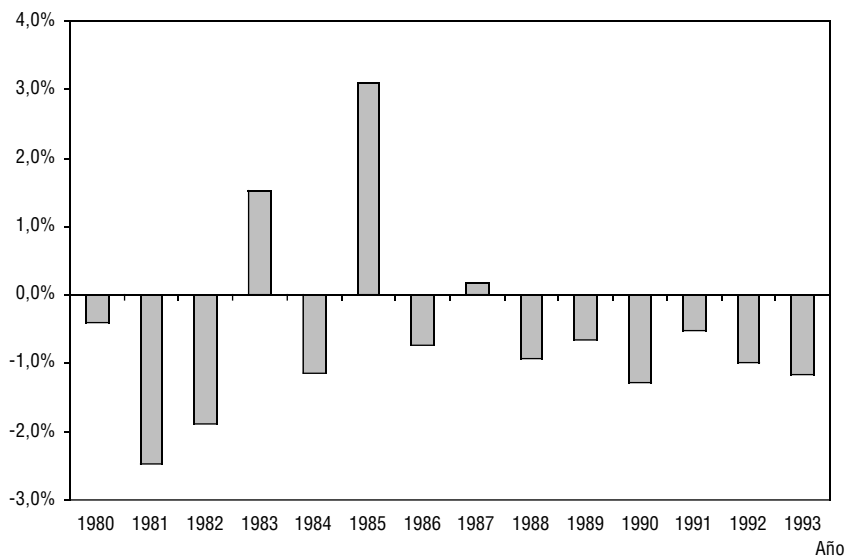


GRÁFICO 6  
DÉFICIT PREVISIONAL COMO PORCENTAJE DEL PBI



relación activos/pasivos, y crecientes déficit. Una proyección realizada por FIEL<sup>4</sup> en 1991 para el sistema nacional (trabajadores en relación de dependencia y autónomos), mostraba que la relación de 1,44 activos aportantes por cada pasivo en 1991 caería a 1,33 en el año 2000, a 1,2 en el año 2020 y a sólo 1,08 en el año 2050. El deterioro en esta relación determinaba déficit crecientes. Mientras en 1991 el déficit representaba un 14% del pago de las prestaciones, las proyecciones mostraban que ese porcentaje se elevaría al 35% en el año 2010.

A esta situación, se sumó que a partir de 1984 comenzaron a multiplicarse los juicios previsionales reclamando el cumplimiento retroactivo de las normas legales de determinación de haberes. Debido a esta situación, se pusieron en práctica diferentes soluciones que incluyeron mecanismos para la liquidación de deudas con los pasivos y la asignación de mayores recursos para el sistema previsional, provenientes de impuestos específicos. En 1991, se inició el proceso de consolidación de deuda con el sector pasivo, reconociendo los derechos de los jubilados y pensionados que surgían de las bajas prestaciones recibidas en los años previos. La consolidación de deuda representaba hacer explícito un importante pasivo para el Estado (más de US\$ 7 mil millones), que se instrumentó a través de la emisión de bonos.

Esta situación daba además una pauta de la virtual imposibilidad futura de poder manipular los haberes para reducir el gasto y por lo tanto el déficit, lo cual derivó finalmente en una reforma estructural del régimen en el año 1993.

### 2.3. LA REFORMA DE 1993

*Las características del nuevo sistema.* Luego de una ardua discusión, a mediados de 1993 se sancionó la ley 24.241. El sistema implementado en 1993 intenta asimilarse a un sistema de dos pilares. Por un lado está el primer pilar, cuya función principal es la redistribución de ingresos entre los beneficiarios, y un segundo pilar, cuya función es el ahorro para la vejez. Este segundo pilar, a diferencia de otros sistemas en los cuales el pilar es de capitalización pura, otorga la opción entre un sistema de capitalización (administrado por el sector privado) y un sistema de reparto (administrado por el sector público). En este sentido, el nuevo sistema argentino puede caracterizarse como un sistema mixto, tanto desde el punto de vista de los beneficios (existe un componente público y uno privado, aun para quienes optan por la capitalización), como desde las instituciones que intervienen.

Este carácter mixto del régimen argentino se funda en diversas razones, entre las cuales figura la restricción constitucional que asigna un rol fundamental al Estado en los aspectos de la seguridad social.<sup>5</sup> La obligatoriedad del régimen se fundamentó en la conducta miope que pueden presentar los grupos más jóvenes, y en la conveniencia de desincentivar las conductas oportunistas de *free riding* y *azar moral*.

La alternativa de optar entre capitalización o reparto estuvo abierta desde el comienzo del régimen. Definida su incorporación al régimen de capita-

lización, toda persona puede elegir libremente la AFJP a la que dirige sus aportes. Puede cambiar de administradora hasta dos veces al año, sin que puedan cobrarse cargos por el traspaso. Las AFJP no pueden rechazar la incorporación de un afiliado ni realizar discriminación alguna entre éstos.

Para quienes optan por el régimen de capitalización (y para quienes no deciden el régimen), el aporte mensual obligatorio es derivado a una administradora de fondos de pensión. Los fondos depositados en ella conforman el Fondo de Jubilaciones y Pensiones, que constituye un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la administradora, y que pertenece a los afiliados. La administradora carece de derecho de propiedad alguno sobre el fondo. Los bienes y derechos que componen el fondo son inembargables, y su destino exclusivo son las prestaciones previsionales establecidas por la ley. Los derechos de copropiedad de cada afiliado/beneficiario sobre el fondo se representan por cuotas, cuyo valor se determina en forma diaria.

Las otras entidades privadas que conservan un rol de importancia en el nuevo sistema son las compañías de seguros, que aseguran a los aportantes contra los riesgos de invalidez y muerte. Adicionalmente otorgan beneficios en la modalidad de rentas vitalicias. La ley diferencia entre compañías que cubren los riesgos de invalidez y muerte (compañías de seguro de vida), y aquellas que otorgan rentas vitalicias previsionales (compañías de seguros de retiro). Finalmente las sociedades calificadoras de riesgo, inscriptas en el Registro Nacional respectivo creado en 1992, tienen por objeto calificar el riesgo asociado a acciones, obligaciones negociables, y fondos comunes de inversión, pudiendo calificar asimismo títulos públicos nacionales o extranjeros, y títulos privados extranjeros.

El rol fundamental del sector público en el segmento de capitalización del sistema es su función de regulación y fiscalización, además de definir la contribución al sistema. Los organismos públicos que participan en las actividades del sistema son:

- La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, SAFJP, que cumple la función fiscalizadora, normativa y regulatoria por excelencia del régimen de capitalización.
- La Administración Nacional de la Seguridad Social, ANSES, que recibe y distribuye los aportes, otorga las prestaciones de reparto, PBU y PC, y administra los beneficios del antiguo sistema.
- El Banco Central de la República Argentina, BCRA, que actúa como el ente calificador de riesgo de los títulos públicos provinciales, municipales o de empresas públicas, así como también de títulos públicos extranjeros y de depósitos en entidades financieras. El BCRA interviene asimismo en la determinación de límites máximos autorizados a invertir por las AFPJ, juntamente con la SAFJP y la CNV.
- La Comisión Nacional de Valores, CNV, que actúa como calificadora de riesgo de títulos privados de emisores extranjeros. Asimismo la CNV interviene en la determinación de límites máximos autorizados a invertir por las AFJP, juntamente con la SAFJP y el BCRA.

La Superintendencia de Seguros de la Nación actúa como ente fiscalizador y regulador en lo referente a la actividad aseguradora.

El régimen es obligatorio para todo trabajador mayor de dieciocho años en relación de dependencia o autónomo, del sector público nacional y privado. No quedan comprendidos por este régimen, el personal de seguridad (policía, penitenciaria, fuerzas armadas y gendarmería), mientras que no se incluyen obligatoriamente a los socios de cualquier tipo de sociedad.<sup>6</sup> Tampoco están comprendidos en este régimen los empleados públicos provinciales de las provincias que no hayan transferido sus cajas jubilatorias.<sup>7</sup>

Para acceder a los beneficios se necesita tener treinta años de aportes al sistema y sesenta años de edad para las mujeres y sesenta y cinco para los hombres. Estos requerimientos significaron un aumento en las edades de retiro para trabajadores en relación de dependencia, ya que el viejo sistema exigía la edad de cincuenta y cinco años para las mujeres y sesenta para los varones. Las prestaciones que brinda el sistema son:

*Prestación básica universal (PBU).* Corresponde al primer pilar del sistema y tiene como objetivo la redistribución de ingresos. Es una suma fija independientemente de los montos aportados por el individuo. Se calcula como 2,5 MOPRESS<sup>8</sup> (\$ 200) para quienes hayan aportado treinta años. Por cada año adicional de aportes (hasta un máximo de cuarenta y cinco años) la PBU se eleva un 1%.

*Prestación compensatoria (PC).* La PC tiene como objetivo reconocer los aportes realizados al sistema previsional vigente antes de la reforma. Se calcula como el 1,5% del promedio de las remuneraciones sujetas a aporte de los últimos 120 meses por cada año de aportes al viejo sistema, con un tope para el cómputo de treinta y cinco años. La PC tiene un tope de 1 MOPRE por cada año de aporte. De este modo, la prestación compensatoria tiene también una componente redistributivo. Sin embargo, dado el valor actual del MOPRE (\$ 80), y el tope a la remuneración para el cómputo del aporte personal, la limitación legal no fue limitante.

*Prestación adicional por permanencia (PAP).* La PAP es el haber correspondiente a los individuos que optaron por permanecer en el sistema de reparto estatal. Se calcula como el 0,85% promedio de las remuneraciones sujetas a aporte de los últimos 120 meses por cada año de aporte al nuevo sistema, con un tope para el cálculo de treinta y cinco años. Al igual que la prestación compensatoria, la PAP tiene un tope de un MOPRE por cada año de aporte. Al igual que en el caso de la PC, este tope en la actualidad no es limitante.

*Jubilación ordinaria (JO).* Es el haber que perciben quienes opten por el sistema de capitalización. Es un flujo determinado en función del monto acumulado en su cuenta de capitalización individual, el cual depende de los aportes realizados, los años de aporte y la rentabilidad del fondo de pensión seleccionado.

En 1995 la ley 24.347 incorporó el beneficio por edad avanzada. Esta prestación, que existía en la legislación anterior,<sup>9</sup> corresponde a personas con setenta años de edad y sólo diez años de servicios con aportes (cinco de los cuales deben ser dentro de los ocho años anteriores previos al retiro). El haber se fija como el 70% de la PBU, más la PC, PAP o jubilación ordinaria que les correspondiere.

Quienes optan por la capitalización, al momento del retiro pueden elegir una de las siguientes tres opciones: renta vitalicia, retiro programado o retiro fraccionado.

*Renta vitalicia previsional.* En este caso, el individuo transfiere su fondo de capitalización a una compañía de seguros de retiros la cual se encarga de abonar mensualmente una renta de carácter vitalicio para el beneficiario y sus posibles pensionados, fijada al momento en que se determina la prestación inicial (incluyéndose en el cálculo el descuento de gastos de administración y comisión). Esta selección no deja herencia, es decir, en caso de desaparecer los causantes de la prestación (beneficiario y pensionados), de quedar un saldo en la cuenta de capitalización individual ésta pertenece a la compañía de seguros de vida. Es posible disponer de una parte de los fondos acumulados siempre que el saldo restante en la CCI permita financiar una renta superior al 70% del promedio de las remuneraciones en los últimos cinco años o 3 veces la máxima PBU.<sup>10</sup> Existe un tope al monto retirado de 500 veces la PBU máxima (\$ 138 mil, dado el valor actual de la PBU).

*Retiro programado.* Otorgado y administrado por la administradora de fondos de pensión. Se calcula como una suma de poder adquisitivo constante determinada una vez cada doce meses, la suma se determina de acuerdo con el saldo de la cuenta del individuo a fin de cada año y teniendo en consideración el valor actuarial necesario para financiar las prestaciones que le correspondan. El afiliado puede optar por una suma inferior. Al igual que en el caso de la renta vitalicia previsional, el individuo puede disponer de parte de su fondo al momento del retiro.

*Retiro fraccionado.* Es otorgado por la AFJP. Esta prestación corresponde solamente a los individuos cuyo haber inicial fuere menor al 50% de la máxima PBU. El haber de retiro es igual a ese monto, el cual es pagado hasta agotar el fondo o hasta la muerte del beneficiario. En este caso, la administradora correspondiente no puede cobrar comisiones.

El sistema también otorga pensión por fallecimiento del beneficiario y cobertura por invalidez y muerte en etapa activa. En este caso, el régimen público de reparto se hace cargo de la PBU y la PC que correspondiera al momento de producirse la contingencia (muerte en etapa activa o invalidez). En caso de invalidez o muerte del afiliado el haber se calcula como el 70% del ingreso base (promedio de las remuneraciones y/o rentas impositibles de los últimos cinco años) si el afiliado efectúa regularmente sus aportes, o el 50% en caso de que el afiliado realice aportes en forma irregular. En el caso de

quienes están afiliados al régimen de capitalización, la AFJP es la que realiza el pago, debiendo restar al monto correspondiente la parte del beneficio a cargo del Estado. Las AFJP están obligadas a contratar un seguro para cubrir tales eventos. Al momento de producirse el hecho, la AFJP debe integrar lo que se denomina el capital técnico, que es el monto necesario para cubrir las prestaciones futuras a su cargo.

El sistema previsional se financia tanto con aportes patronales como con aportes personales. El aporte patronal está fijado en 16% y está teóricamente destinado a financiar las prestaciones a cargo del sistema público (PBU y PC) y las prestaciones de los jubilados por las leyes anteriores. El aporte personal fue fijado por ley en el 11%. Sin embargo, a fines del año 2001, con el objetivo de estimular el consumo, el aporte personal fue reducido al 5% para quienes estaban afiliados al régimen de capitalización. Posteriormente fue incrementado al 7%. Para quienes están aplicados al reparto, el aporte personal se mantuvo sin cambios en el 11%.

Sobre el aporte realizado, las administradoras descuentan una comisión por administración y las primas de seguros correspondientes (invalidez y muerte). La comisión por aportes sólo puede establecerse como un porcentaje sobre la base imponible. La comisión por el pago de retiros programados se establece como porcentaje mensual sobre el saldo de la cuenta de capitalización individual. También pueden debitar de las cuentas de capitalización individual que no registran aportes durante un período, los costos del seguro colectivo por invalidez y fallecimiento.

Existe una rentabilidad mínima que las AFJP deben garantizar a sus afiliados, que se calcula como el 70% de la rentabilidad promedio del sistema o la rentabilidad promedio, menos 2 puntos (el menor de ambos valores). Esta garantía se determina en forma mensual. En caso de no cumplir con la rentabilidad mínima las AFJP deben integrar la garantía en un plazo de diez días con los recursos del encaje y/o los recursos necesarios para cubrirla. En caso de no cubrirla o en caso de no recomponer el encaje, la AFJP procede a ser liquidada.

La inversión de los fondos de pensión se encuentra detalladamente regulada.<sup>11</sup> Desde el comienzo del régimen argentino se admite la inversión en títulos de deuda de otros gobiernos, o de acciones de empresas extranjeras (que coticen en las Bolsas del exterior que la Comisión Nacional de Valores determine) hasta el 10% del activo total del fondo. Existen límites máximos como participación en el fondo por cada tipo de instrumento que pueden ser disminuidos por la autoridad de control (superintendencia, conjuntamente con el Banco Central y la Comisión Nacional de Valores). Los límites más altos se corresponden en general con los activos que aparecen como de menor riesgo, aun cuando no se trata del único criterio utilizado para su fijación. De hecho, estos límites fueron modificados por diversas vías, tal como más adelante se detalla al evaluar los cambios ocurridos particularmente entre los años 2001 y 2002 (véase capítulo 4).

## 2.4. LAS REFORMAS DE LA REFORMA

La ley sancionada en 1993 experimentó múltiples modificaciones o intentos de reforma, lo que evidencia la incertidumbre sobre cuál será en definitiva el régimen al momento del retiro de cada individuo. De un total de 194 artículos que contiene la ley, 57 fueron modificados, algunos en sucesivas oportunidades, o hubo intentos de modificarlos que posteriormente fueron vetados o anulados judicialmente.

La primera reforma importante del sistema se realizó en 1995, a menos de un año de puesto en marcha el sistema. La ley 24.463, denominada Ley de Solidaridad Previsional, introdujo cambios significativos. Esta reforma limitó la garantía del sistema: mientras la ley original otorgaba garantía estatal para el pago de las prestaciones a cargo del sector público (PBU, PC o PAP), la reforma de 1995 estableció como límite a la garantía los “créditos presupuestarios fijados en el presupuesto nacional”, lo que cubre formalmente el cumplimiento de las obligaciones generadas por la ley. Del mismo modo eliminó como fuente de financiamiento los recursos generales, limitando el aporte del Estado a los recursos expresamente presupuestados.

También eliminó la movilidad automática de las prestaciones, estableciendo que los haberes se ajustan de acuerdo con lo que establece la Ley de Presupuesto. De acuerdo con la ley sancionada en 1993, las prestaciones se ajustaban automáticamente con la variación del AMPO. El Ampo (Aporte Medio Previsional Obligatorio, luego sustituido por el MOPRE) era el aporte promedio realizado por los cotizantes en el semestre, el cual se ajustaba dos veces por año (marzo y septiembre), es decir, originalmente las prestaciones debían ajustarse de acuerdo con la evolución de los salarios, de aporte aunque el ajuste descendente estaba inhibido. Desde ese momento, nunca se ajustaron las prestaciones otorgadas por el nuevo régimen. Al mismo tiempo se derogó el haber mínimo garantizado (HMG). De acuerdo con la ley de 1993 ningún beneficiario podía percibir un haber (HMG) inferior a 3 y 2/3 el Ampo (poco menos de \$ 300) como suma de todos los conceptos que le correspondieren, ni la suma de la PBU y la PC podía ser inferior al 40% del salario medio de la economía.

En 1996 la ley 24.733 modificó la asignación individual de pensión entre los beneficiarios. La legislación original establecía los porcentajes para cada derechohabiente y cuando desaparecía el derecho a pensión de alguno de ellos, los restantes beneficiarios mantenían el monto determinado inicialmente, es decir la pensión conjunta (suma total de las pensiones individuales) se iba reduciendo en el tiempo. La reforma introducida apuntó a mantener el monto conjunto hasta la desaparición de todos los pensionados, ya que el haber individual se recalcula toda vez que algún derechohabiente deja de percibir su parte. Este cambio introducido es relevante en el caso de beneficiarios del sistema público y de los haberes a cargo del sector público. En el caso de los afiliados al régimen de capitalización, sólo afecta si se produce el fallecimiento del activo aportante (las pensiones derivadas de jubilaciones están determinadas según el monto de la cuenta de capitalización individual al momento del retiro), lo cual elevó los capitales técnicos que las AFJP deben aportar al momento del fallecimiento.



La base imponible, es decir el monto sobre el que se computan los aportes y contribuciones al sistema también fue objeto de cambios, al establecerse que los aportes y contribuciones se realizaban sobre la remuneración bruta. Existía un límite inferior de 3 Ampos y un tope para el cálculo de los aportes patronales de 60 Ampos; la reforma tributaria de 1999 (ley 24.249) elevó el tope de remuneración para el cálculo de las contribuciones patronales a 75 MOPRES. La Ley de Presupuesto del año 2002 intentó eliminar el tope para aportes y contribuciones, pero la modificación fue vetada. Finalmente, el decreto 491/2004 eliminó en forma gradual el tope existente para el cómputo de las contribuciones patronales.

En el año 2000 se intentó encarar una reforma amplia del sistema (decreto 1.306), que alteraba algunos principios básicos de la ley de 1993. Sin embargo, este decreto fue suspendido por vía judicial. Este intento de reforma eliminaba la prestación básica universal, sustituyéndola por una prestación suplementaria,<sup>12</sup> que a diferencia de la PBU no era un monto fijo sino decreciente con el monto de los haberes que el beneficiario percibía, siendo cero para aquellos cuyos haberes fuera iguales o superiores a 10 MOPRES (\$ 800). También se modificaba el haber de la prestación por edad avanzada, la cual además pasaba a denominarse prestación proporcional. El haber de la prestación proporcional se calculaba como 0,125 MOPRES por cada año de servicio o el 50% del haber mínimo (3,75 MOPRES, o sea \$ 300) el monto que fuera mayor, en lugar del 70% de las demás prestaciones que correspondieran. Por su parte se creaba una nueva prestación: el beneficio universal al cual tenían derecho todos los mayores de setenta años que no percibieran ningún beneficio previsional, ni ingresos de otras fuentes, ni estuvieran casados con beneficiarios del sistema previsional, ni fueran propietarios de inmuebles (excepto vivienda única). El beneficio universal se establecía en 1,25 MOPRES (\$ 100). Respecto del retiro por invalidez y pensión por fallecimiento en el régimen público se limitaba la parte a cargo del Estado a sólo un porcentaje y para los afiliados antes de 1968. Dado que por la diferencia entre estos montos y el haber correspondiente se integra el capital técnico en el caso de afiliados a capitalización, esta modificación elevaba esos capitales (al reducir la parte a cargo del sector público), incrementando los costos del sistema de capitalización.

Las restantes modificaciones estaban vinculadas a las administradoras de fondos de pensión. En este sentido, se establecía que ninguna AFJP podía superar el 27,5% del mercado, con lo cual sólo podían rechazar un afiliado en caso de superar ese cupo. Por otra parte, eliminó la posibilidad de cobrar comisiones como suma fija y eliminaba la restricción a que las AFJP administraran sólo un fondo de jubilaciones y pensiones, habilitándolas a mantener más de un fondo. A su vez, establecía una única tabla de mortalidad para el cálculo de la renta vitalicia, con lo cual no podía discriminarse entre hombres y mujeres al momento de fijar la renta. Esto afectaba específicamente a las compañías de retiro al elevar las rentas vitalicias que percibirían las mujeres, que tienen mayor esperanza de vida.

En noviembre de 2001 se sancionó el decreto 1.495 que recogía varias de las modificaciones del decreto suspendido e introducía algunas nuevas mo-

dificaciones. En primer lugar, eliminó la posibilidad de cobrar comisiones de suma fija. Posibilitó el cobro de comisión sobre la rentabilidad del fondo, lo que estaba prohibido en la ley sancionada en 1993.<sup>13</sup> También eliminó la posibilidad de efectuar bonificaciones en los casos de retiros programados.

En esta ocasión, se eliminó también el fondo de fluctuación que se había establecido en 1993. Este fondo tenía como objeto estabilizar la rentabilidad del sistema. Toda vez que la rentabilidad de una administradora era superior al 30% de la rentabilidad promedio del sistema o mayor en 2 puntos porcentuales, este exceso pasaba a integrar el fondo de fluctuación. Este fondo se utilizaba para compensar la menor rentabilidad, es decir toda vez que la rentabilidad era el 70% del promedio del sistema o inferior en 2 puntos porcentuales, la diferencia se cubría con el fondo de fluctuación. Al desaparecer este fondo, desapareció el tope de rentabilidad por capitalizar en las cuentas. A su vez, toda rentabilidad menor al promedio debe ser cubierta con el encaje. También se redujeron a la mitad los requisitos de encaje, pasando del 2% (y no inferior a \$ 3 millones) a 1% (y no inferior a \$ 1,5 millones). A su vez habilitó a computar como encaje los anticipos de prestaciones abonados por las AFJP (hasta un 10% del encaje) y permitió sustituir total o parcialmente el encaje por un aval bancario.

Muchas de las reformas introducidas y los intentos de modificarlo restaron credibilidad al sistema o mostraron su inestabilidad: en poco tiempo se eliminó la movilidad de las prestaciones, con lo cual el Estado recuperó la potestad de administrar las prestaciones según las necesidades del déficit global tal como lo había hecho en el viejo régimen, aunque en esta oportunidad los beneficiarios no tenían la posibilidad de realizar juicios contra el Estado, ya que la ausencia de movilidad estaba establecida por la ley.

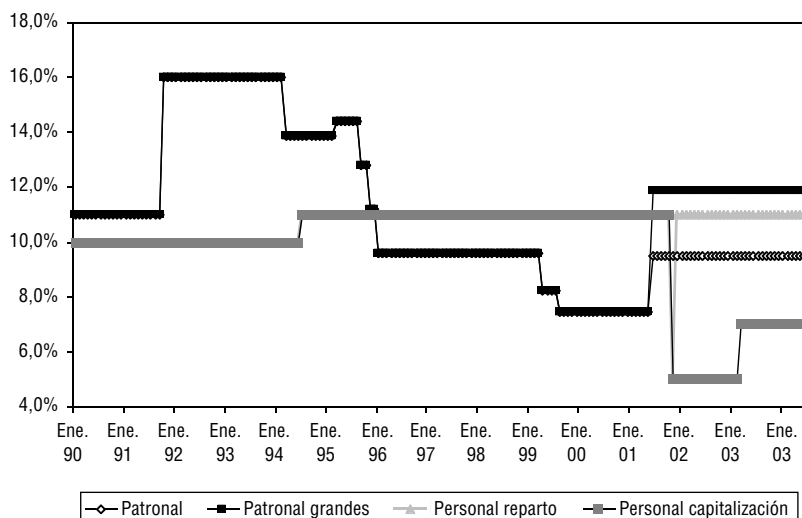
También se intentó eliminar la PBU para los niveles de ingresos más elevados. En los hechos los ajustes de jubilaciones de suma fija (para los beneficiarios del viejo sistema) que benefician esencialmente a las prestaciones más bajas, equivalen a una gradual “licuación” de los haberes más elevados por la inflación.

Estas acciones afectaban la credibilidad del sistema aun antes de los episodios de fines del año 2001 y a partir del *default* sobre la deuda pública, estando fresco aún el recuerdo del fraude previsional del antiguo régimen. Los hechos que se sucedieron desde el año 2001 mostraron la facilidad con que el sistema fue recuperando las características de un sistema público con amplia discrecionalidad, pero privadamente administrado.

## 2.5. REFORMAS QUE AFECTARON EL EQUILIBRIO FISCAL

Ya definida la reforma, pero aún no implementada, en marzo de 1994 el gobierno puso en práctica un esquema de reducción de aportes patronales con el objeto de mejorar las condiciones para el empleo en el sector privado. En un inicio, la reducción de aportes se aplicó sobre el personal afectado a la producción, excluyendo al personal de servicios. La rebaja de contribuciones era diferencial por zona con mayores tasas en las regiones más desarrolladas

GRÁFICO 7  
EVOLUCIÓN DE APORTES Y CONTRIBUCIONES AL SIJyP



y/o más alejadas de Buenos Aires. Esta modalidad luego fue extendida a todos los sectores y a todo el personal, variando en el tiempo los coeficientes de reducción y fue aplicada hasta junio de 2001. Esta rebaja no se mantuvo uniforme en el tiempo, ya que durante 1995 se revirtió, para volver a un esquema de rebajas desde el año 1996. Estas alteraciones restaron credibilidad al sendero de reducción de aportes. En el año 2001 la reducción fue eliminada aunque se estableció un descuento en el IVA por zona, que compensaba el incremento en las contribuciones.<sup>14</sup> Juntamente con esto se establecieron tasas de aporte más altas para las empresas más grandes de servicios y comercio; las contribuciones patronales totales quedaron en 16% como tasa general y 20% la tasa para empresas grandes. La tasa de aporte al subsistema jubilatorio a su vez quedó fijada en 12,5% para las empresas de servicio y comercio grandes, y 9,5% para el resto, lejos del 16% previsto en la legislación de 1993.

Por otro lado, en agosto de 1993 el gobierno nacional y las provincias firmaron el Pacto Federal para el Empleo, la Producción y el Crecimiento por el cual, la Nación se comprometía a aceptar la transferencia al Sistema Nacional de Previsión Social de las Cajas de Jubilaciones Provinciales (excepto las Cajas Profesionales) en el caso de que las provincias adhirieran al nuevo régimen previsional sancionado por la Nación. Además se comprometía a respetar los derechos adquiridos de los jubilados y pensionados provinciales existentes al momento del traspaso.

A partir del acuerdo, si bien el régimen nacional comenzaba a percibir los aportes de los activos de las provincias transferidas, se comprometía a pagar

a los beneficiarios provinciales, al momento de la transferencia, de acuerdo con los haberes y modalidades de ajuste establecidos en las legislaciones correspondientes. Conforme a este acuerdo, once provincias transfirieron sus cajas a la Nación: en 1994 la Ciudad de Buenos Aires, en 1995 Santiago del Estero y Catamarca, en 1996 Salta, Mendoza, La Rioja y San Juan, y en 1997, Río Negro, Jujuy, San Luis y Tucumán. Todas las cajas previsionales provinciales transferidas eran deficitarias, con lo cual la transferencia de las cajas se transformó en un mayor déficit.

En noviembre del 2001, con el objetivo de estimular el consumo, el decreto 1.387 redujo el aporte personal al 5%. Esta reducción debía durar un año. Un mes después se estableció que la reducción sólo alcanzaba a los afiliados al régimen de capitalización. La norma fue posteriormente prorrogada hasta febrero de 2003, estableciéndose un cronograma de aumentos: 2 puntos en marzo, 2 puntos en julio y 2 puntos en octubre de 2003. En marzo de ese año fueron reestablecidos 2 puntos porcentuales, pero los siguientes aumentos fueron suspendidos, manteniéndose en la actualidad la tasa de 7%.

Estas medidas, cuyos objetivos eran ajenos al funcionamiento del sistema jubilatorio, ya que pretendían estimular la demanda de trabajo y el consumo, provocaron una caída de los ingresos del sistema. En lo que respecta a la rebaja de aportes personales, produjo una menor capitalización en las cuentas individuales.

Otra modificación que afectó al sistema es el Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes (monotributo) a partir del año 1998. La ley estableció que los inscriptos en este régimen quedaban incluidos en el régimen previsional público. Quienes permanecen en el régimen público pueden acceder al beneficio de la PBU, el retiro por invalidez o pensión por fallecimiento, los cuales tienen como base de cálculo la PBU. Del aporte de los monotributistas, \$ 35 se destinan al sistema de seguridad social. Puede optar por acceder al beneficio de la PAP, para lo cual debe realizar un aporte adicional de \$ 33 o destinar ese monto a una AFJP, en cuyo caso le corresponderán los beneficios del régimen de capitalización. Un aporte de \$ 35 capitalizado al 4% anual podría financiar \$ 140, dada la sobrevida para varones estimada en la Argentina, con lo cual la prestación está desfinanciada intertemporalmente.

## 2.6. DESEQUILIBRIO FINANCIERO DEL SISTEMA PÚBLICO

En el plano financiero los regímenes puros de capitalización tienen diversas ventajas sobre los sistemas de reparto. Por una parte la solvencia del sistema no depende de los aspectos demográficos en tanto los haberes que el individuo recibe están directamente vinculados a los aportes realizados. Sin embargo un aumento en la expectativa de vida afecta la jubilación futura, ya que una sobrevida mayor implica que el mismo fondo debe distribuirse a lo largo de un mayor número de años. Los incentivos al aporte están más alineados que en sistemas de reparto, lo que –dados los demás factores– debería reducir los incentivos a la subdeclaración de ingresos y a la informalidad.

En el plano fiscal intertemporal, se reducen los pasivos implícitos a cargo del Estado, ya que no es responsable de las prestaciones.

Dado que éstas son ventajas de un sistema de capitalización puro, al diseñarse un sistema mixto y al no excluir del financiamiento a los beneficiarios del viejo régimen, los beneficios de la capitalización pura se diluyeron. Al ser un sistema mixto en más de un sentido, ya que existe una base redistributiva financiada como sistema de reparto y dejar abierta la opción a permanecer en el sistema estatal, la demografía continúa teniendo peso en el equilibrio del SIJYP, aunque la importancia es menor que en el sistema de reparto puro.

Como los beneficios del viejo régimen continuaron financiándose con impuestos al trabajo, los incentivos al trabajo informal y la subdeclaración no se redujeron, al tiempo que el déficit no sólo no se redujo sino que se incrementó por factores externos al propio sistema (el objetivo de reducir la carga sobre el factor trabajo, y la reforma fiscal en las provincias). Si bien la reducción del déficit era un objetivo de largo plazo, ya que era claro que al inicio del sistema éste se ampliaría en la medida que los trabajadores optaran por la capitalización, la pérdida de los aportes comenzó a visualizarse como un problema, agravado por la reducción de impuestos al trabajo introducida en el año 1994. Sobre este aspecto y las proyecciones a futuro del sistema se volverá en el capítulo 6. Sin embargo se puede ilustrar la importancia relativa que tuvo la reforma en la pérdida de financiación del sistema previsional. En el cuadro 1 se presentan las fuentes de pérdidas de recursos del sistema público, netas de las ganancias por menores prestaciones. En este caso se supuso que, en ausencia de reforma, los gastos habrían crecido un 3% por año, la mitad por aumento en el número de beneficiarios, y la otra mitad por mejoras en las prestaciones medias. Estas hipótesis son consistentes con las que se formularon en la evaluación que Rafael Rofman realizó para el Banco Mundial,<sup>15</sup> y se basan en un crecimiento de tendencia de los beneficiarios netos, aunque subestiman la mejora promedio efectiva que tuvo lugar en las prestaciones públicas luego de la reforma. El ahorro de gastos se computa en este caso como la diferencia entre lo que se hubiera gastado en el antiguo régimen y el gasto actual del sistema (neto del gasto de provincias, que no es una consecuencia de la reforma pura).

Se observa en el cuadro 1 que el efecto fiscal de todas las reformas –incluyendo no sólo la de previsión sino la transferencia de cajas provinciales, y la reducción de impuestos laborales– tuvo un pico máximo del 1,83% del PBI en el año 1999, al que contribuyó el déficit propio de la transición previsional con el 0,26% del PBI y el resto (1,58%) lo explican los otros factores. También se observa que hacia el año 2003, el costo de la transición en esta evaluación es prácticamente nulo.

Otra forma de evaluar los costos de la transición sería computando el ahorro de gastos en términos de lo que efectivamente ocurrió (dada la reforma, computando los pagos realizados por las AFJP en reemplazo del sistema público). Sobre esta forma alternativa de cómputo se vuelve en el capítulo 6.

**CUADRO 1**  
**EFFECTO FISCAL DE LA REFORMA PREVISIONAL Y OTRAS REFORMAS**  
 (En porcentajes del PBI)

Años	Costo de la transición					Otras políticas			Efecto total	Déficit como % del PBI	% del déficit explicado por todas las reformas
	Ingresos AFJP	Ingresos por aumento aporte personal 1%	Ingresos perdidos	Ahorro de gastos	Costo puro	Reducción aportes	Déficit pciales.	Total otras políticas			
1994	0,22	0,10	0,11	0,14	0,03	0,39	0,00	0,39	1,34	-1,71	78,13
1995	0,87	0,18	0,70	0,69	0,00	0,38	0,18	0,55	0,56	-2,13	26,15
1996	1,13	0,17	0,96	0,66	-0,30	0,76	0,15	0,91	1,21	-2,79	43,18
1997	1,27	0,17	1,10	0,89	-0,20	0,75	0,33	1,08	1,28	-2,69	47,56
1998	1,40	0,17	1,23	0,90	-0,33	0,77	0,42	1,19	1,53	-3,09	49,44
1999	1,55	0,18	1,37	1,11	-0,26	1,14	0,44	1,58	1,83	-3,66	50,05
2000	1,53	0,18	1,35	1,26	-0,08	1,23	0,41	1,65	1,73	-3,76	46,07
2001	1,56	0,17	1,39	1,79	0,40	1,02	0,38	1,40	1,00	-3,74	26,82
2002	1,26	0,13	1,12	1,65	0,52	0,57	0,30	0,87	0,35	-3,29	10,49
2003	1,09	0,10	0,99	1,50	0,51	0,21	0,31	0,52	0,00	-2,84	0,15

Fuente: FIEL, sobre la base de la metodología del Banco Mundial.

## 2.7. LA EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA

El régimen de pensiones en la Argentina, y en los países de América latina en general, está organizado sobre la base de la participación en el mercado de trabajo. En muchos países de la región la tasa de participación en el mercado de trabajo es más baja que en otras regiones, la proporción de trabajadores por cuenta propia y no remunerados es más alta, y finalmente es también alto el porcentaje de trabajadores informales. Si a ello se le agrega la elevada volatilidad macroeconómica que está positivamente asociada con las tasas de empleo y desempleo, y con la probabilidad de contribuir al sistema de previsión, no extraña que la tasa de cobertura de los regímenes de pensiones no sea muy elevada en términos de la población total, aun cuando no es tan baja medida respecto de la población total urbana formal ocupada. Una idea somera de la cobertura de pensiones en América latina para población mayor de sesenta y sesenta y cinco años, surge del cuadro 2. Se trata de una aproximación a la cobertura de pasivos, aun cuando buena par-

te de la discusión sobre cobertura se centra en los futuros jubilados (cobertura de los actuales activos). En esta dimensión referida a los pasivos, se observan tasas relativamente altas en Uruguay, Argentina y Chile, países con sistemas de pensiones más “maduros”.

CUADRO 2  
COBERTURA EN PENSIONES DE LA POBLACIÓN MAYOR DE 60 Y 65 AÑOS,  
1999-2000  
(En porcentajes)

Países	Población mayor de 60 años			Población mayor de 65 años		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Argentina	61,0	n.d.	n.d.	71,8	77,7	68,0
Costa Rica	n.d.	n.d.	n.d.	55,6	n.d.	n.d.
Chile	67,8	n.d.	n.d.	79,1	79,5	75,9
México	17,8	25,6	8,2	11,7	27,8	8,4
Uruguay	79,4	78,0	86,2	87,4	88,7	86,6

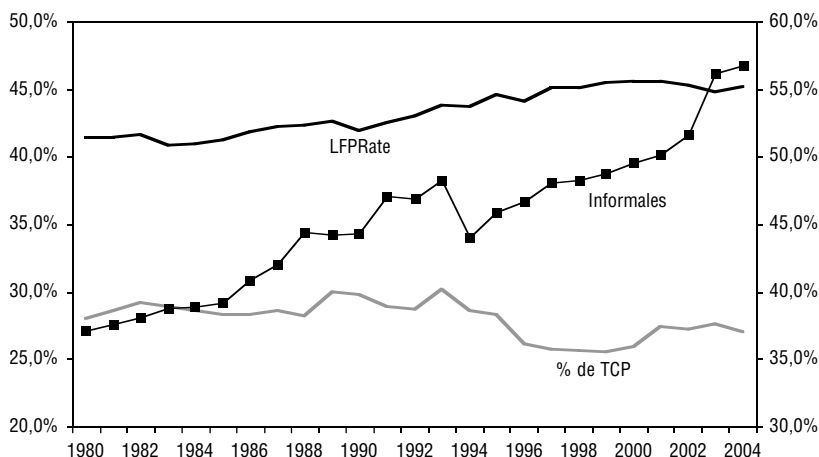
Fuente: Mesa Lago, 2004.

*La cobertura de activos.* En la Argentina, si bien la tasa de participación laboral (porcentaje de población activa respecto de la población total o en edad de trabajar) observa un importante crecimiento desde comienzos de los años ochenta, se mantiene una importante proporción del empleo –en torno al 30%– en la forma de empleados por cuenta propia o patrones, con menor probabilidad de aportar, y al mismo tiempo se verifica una creciente informalidad de todas las actividades, que también se manifiesta en una caída de la proporción de ocupados que aportan.

El incremento de la informalidad es el fenómeno más relevante, junto con el aumento en las tasas de desempleo abierto, que caracteriza el mercado laboral argentino. Sin embargo, mientras el desempleo saltó en la década del noventa, el incremento de la informalidad es un fenómeno que se registra desde la década previa. La medición de la informalidad puede seguir diferentes aproximaciones. Utilizando las Encuestas de Hogares, que relevan para cada trabajador asalariado si se le realizan descuentos para el sistema jubilatorio, en la región de Gran Buenos Aires, única región para la cual se dispone de información histórica de larga data, la informalidad de los ocupados en relación de dependencia creció 9 puntos entre 1980 y 1990 (del 19,6 al 28,9%), y otros 9 puntos en la década siguiente (hasta el 38%).

La crisis macroeconómica entre 2001 y 2003 elevó nuevamente la tasa. Los cambios metodológicos en la Encuesta de Hogares también elevaron la tasa, al incorporarse como ocupada población que antes era considerada

GRÁFICO 8  
ARGENTINA: PARTICIPACIÓN LABORAL E INFORMALIDAD



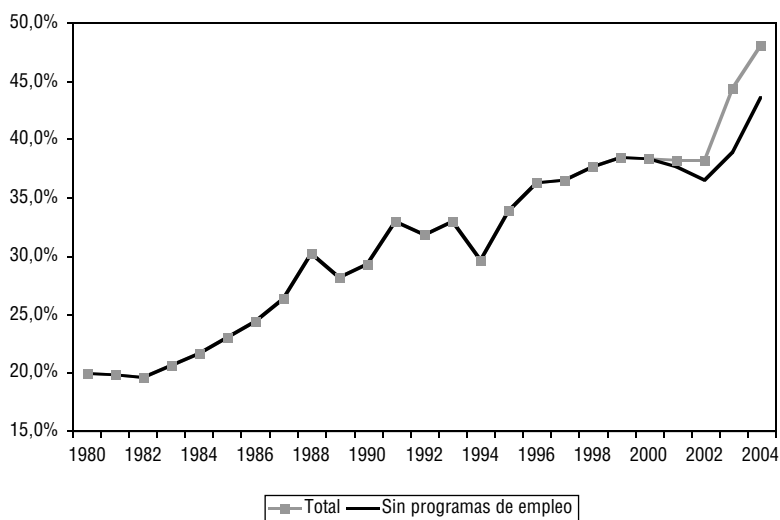
inactiva o desocupada, y que básicamente realiza actividades marginales. Parte de la expansión se explica entre 2002 y 2003 por la introducción de programas de empleo, en especial el Plan Jefes y Jefas de Hogar, en la medida que parte de quienes reciben ese subsidio trabajan como contraprestación sin relación laboral formal. Incluyendo todos estos cambios, la tasa de trabajadores informales en el Gran Buenos Aires saltó otros 10 puntos porcentuales en los primeros cuatro años de la década actual, y alcanzó el 48,2% en el segundo trimestre de 2004.

El grado de informalidad de la población no asalariada es más difícil de estimar. No existe información en las Encuestas de Hogares que permita distinguir a los trabajadores formales e informales. Una forma de aproximación muy rudimentaria es utilizar el nivel de clasificación de los individuos y el tamaño de la firma, es decir, considerar informales a todos aquellos autónomos no profesionales que trabajan en el sector privado y en establecimientos con menos de seis personas. Siguiendo esta metodología, la informalidad de los trabajadores autónomos se ubicaría en alrededor del 80% sin mayores cambios a lo largo del tiempo. Una visión alternativa para determinar la informalidad entre los trabajadores por cuenta propia, surge de computar el total de autónomos aportantes al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJYP) y comparar con una estimación de la población que trabaja por su cuenta, a partir de las Encuestas de Hogares. En este caso se aprecia un aumento en la proporción de informales, en línea con la misma tendencia observada entre los asalariados.

Con estas fuentes de información, podría tenerse una estimación global del grado de cobertura previsional existente. Utilizando ambas fuentes de datos puede concluirse que del total de la población ocupada, es decir la que se



GRÁFICO 9  
GBA: TASA DE INFORMALIDAD ENTRE ASALARIADOS



CUADRO 3  
INFORMALIDAD AUTÓNOMOS

	Ocupados		
	Autónomos	Aportantes	Informalidad %
1995	3.827.580	1.172.328	69,4
1996	3.731.658	1.092.503	70,7
1997	3.875.075	876.996	77,4
1998	4.039.874	841.229	79,2
1999	4.047.372	885.860	78,1
2000	4.009.414	825.779	79,4
2001	3.979.590	718.895	81,9
2002	3.954.332	523.484	86,8
2003	3.846.755	613.950	84,0

Fuente: FIEL y Seguridad Social.

encuentra obligada a aportar, alrededor del 54% ahorra a través del sistema contributivo para una futura jubilación. Este porcentaje es alrededor de 4 puntos inferior al que prevalecía en el año inmediato posterior a la reforma del sistema de previsión.

Los índices de afiliación al sistema de pensiones son sin embargo más elevados que los de aporte. En efecto, la afiliación creció fuertemente desde el inicio del régimen, en particular en el subsistema de capitalización. Los afiliados al sistema se duplicaron entre 1994 y 2004, desde poco más de 6 millones a 12,4 millones. El crecimiento en el número de afiliados no sólo se dio por razones vegetativas y de blanqueo de las relaciones laborales, sino por la transferencia de algunos regímenes provinciales al SIJYP (unos 352 mil afiliados adicionales). De los dos subsistemas, el crecimiento fue íntegramente en capitalización, ya que los afiliados a reparto declinaron algo menos del 10% respecto del comienzo del régimen.

A pesar del aumento en la afiliación, el número de aportantes se mantuvo estable en torno de 4,5 a 5 millones de individuos. Actualmente menos del 14% aporta al sistema de reparto.

A inicios del nuevo sistema el 73% de los afiliados realizaba aportes plenos al sistema, porcentaje que se redujo hasta el 39% en el año 2004. La desagregación muestra nuevamente que la mayor caída se encuentra entre los

CUADRO 4  
PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN OCUPADA QUE REALIZA APORTES  
JUBILATORIOS  
(Incluye monotributistas)

	%
1995	58,3
1996	59,9
1997	56,7
1998	55,3
1999	55,4
2000	57,0
2001	55,4
2002	52,0
2003	53,3
2004	53,7

Fuente: FIEL, sobre la base de *Seguridad Social*, ANSES, INDEC y estimaciones propias.

CUADRO 5  
AFILIADOS AL SIJyP

	Afiliados (en miles)				Distribución porcentual		
	Total	Reparto	Capitalización	Indecisos	Reparto	Capitalización	Indecisos
1994	6.184	2.463	3.189	532	39,8	51,6	8,6
1995	7.070	2.824	4.016	229	40,0	56,8	3,2
1996	8.067	2.614	5.257	197	32,4	65,2	2,4
1997	8.432	2.406	5.880	146	28,5	69,7	1,7
1998	9.165	2.280	6.734	151	24,9	73,5	1,6
1999	9.888	2.237	7.520	131	22,6	76,1	1,3
2000	10.616	2.217	8.212	186	20,9	77,4	1,8
2001	11.116	2.203	8.721	192	19,8	78,5	1,7
2002	11.446	2.198	9.065	182	19,2	79,2	1,6
2003	11.833	2.206	9.383	245	18,6	79,3	2,1
2004	12.366	2.226	9.796	344	18,0	79,2	2,8

Fuente: *Panorama de la Seguridad Social* y ANSES.

afiliados al reparto. Analizando la información por tipo de relación laboral, puede observarse una abrupta caída en los aportantes autónomos. Entre los años 1994 y 2001 éstos se redujeron a más de la mitad, mientras que los aportantes en relación de dependencia fueron creciendo, a excepción del año 2002 en el cual la crisis económica hizo que el empleo, tanto formal como informal, se redujera, provocando la consecuente disminución de aportantes.

La caída también está relacionada con la creación del régimen de monotributistas, que aportan una suma fija y sólo tienen derecho a la PBU.

La disminución de la relación afiliados/aportantes a lo largo del tiempo está en parte relacionada con fenómenos transitorios del mercado laboral: en la categoría de afiliados se mantienen individuos que en algún momento ingresaron al sistema pero posteriormente dejaron de realizar aportes por diferentes motivos, como haber quedado desocupados, haber emigrado, trabajadores que pasaron a ocupaciones informales o a ocupaciones sin obligación de realizar aportes (por ejemplo pasantías), o simplemente se retiraron en forma transitoria o permanente del mercado laboral, pero siguen figurando en la categoría de afiliados.

*La cobertura de pasivos.* En lo que se refiere a la población pasiva cubierta, a partir del momento en que el sistema nacional se reformó, había espe-

CUADRO 6  
APORTANTES AL SIJYP

	Aportantes (en miles)				Distribución porcentual de aportantes (%)		
	Total	Reparto	Capitalización	Indecisos	Reparto	Capitalización	Indecisos
1994	4.518	2.229	1.756	533	49,3	38,9	11,8
1995	4.347	1.974	2.143	230	45,4	49,3	5,3
1996	4.712	1.676	2.839	196	35,6	60,3	4,2
1997	4.811	1.357	3.308	146	28,2	68,8	3,0
1998	4.891	1.162	3.578	151	23,8	73,2	3,1
1999	4.899	1.040	3.729	131	21,2	76,1	2,7
2000	4.670	848	3.653	169	18,2	78,2	3,6
2001	4.500	739	3.602	158	16,4	80,1	3,5
2002	4.126	636	3.360	129	15,4	81,5	3,1
2003	4.531	660	3.697	174	14,6	81,6	3,8
2004	4.779	659	3.913	207	13,8	81,9	4,3

Fuente: *Panorama de la Seguridad Social* y ANSES.

rar una reducción del porcentaje de población pasiva total, tanto por el alargamiento de las edades como por los cambios de diseño que procuraban reducir el fraude (jubilaciones a personas que no tenían los requisitos de edad y/o de años de contribución, que los certificaban a través de procedimientos administrativos o judiciales). Los años previos a la reforma mostraban una tasa de cobertura en torno del 61%. En 1994 la población con cobertura creció hasta el 63,4% y a partir de allí descendió hasta estabilizarse a comienzos de la presente década en torno del 55%.

No existe información sobre el total de beneficiarios que incluya todos los regímenes jubilatorios (no sólo SIJYP). La información referida a los regímenes provinciales no transferidos, en particular, no se encuentra disponible. Sin embargo, estimando el total de las provincias no transferidas según el comportamiento de las transferidas, puede estimarse un número global para el período 1997-2004. Según estos datos, la cantidad de beneficios existentes en porcentaje de la población total ha disminuido en los últimos años. Si se consideran solamente los beneficios de jubilación y pensiones por vejez en relación con la población en edad pasiva<sup>16</sup> la cobertura se redujo de casi el 71% en 1997 al 62% en el año 2004.

En lo que respecta al régimen previsional nacional, si bien el total de beneficiarios ha mostrado un aumento desde 1994, esto se debe al traspaso de

CUADRO 7  
RELACIÓN AFILIADOS / APORTANTES  
(En porcentajes)

	Total	Por régimen jubilatorio		Por tipo de relación laboral	
		Reparto	Capitalización	Autónomos	Relación de dependencia
1994	73,1	90,5	55,1		
1995	61,5	69,9	53,4	65,9	75,9
1996	58,4	64,1	54,0	46,8	63,2
1997	57,1	56,4	56,3	36,0	65,6
1998	53,4	51,0	53,1	32,6	61,5
1999	49,5	46,5	49,6	31,7	56,6
2000	44,0	38,2	44,5	16,3	54,8
2001	40,5	33,6	41,3	11,8	51,6
2002	36,0	28,9	37,1	8,2	46,6
2003	38,3	29,9	39,4	9,0	49,1
2004	38,6	29,6	39,9		

Fuente: FIEL sobre la base de datos de *Panorama de la Seguridad Social* y ANSES.

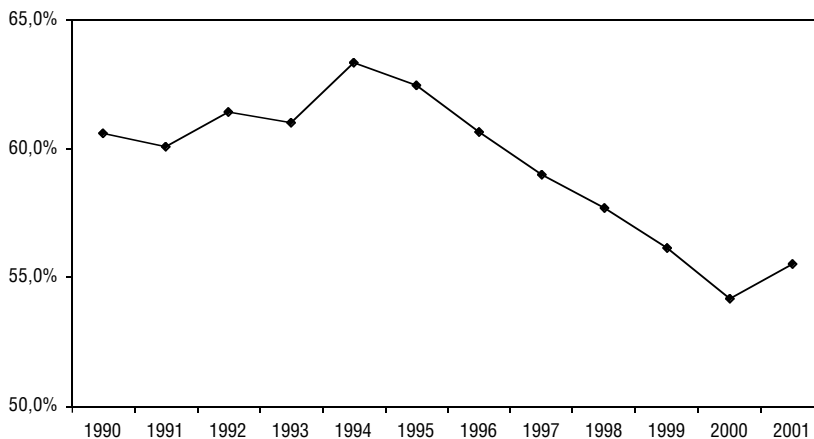
CUADRO 8  
EVOLUCIÓN DE LA CANTIDAD DE MONOTRIBUTISTAS  
(En miles)

2000	407
2001	353
2002	255
2003	328
2004	384

Fuente: ANSES.

las cajas provinciales, cuyos beneficiarios pasan a engrosar las estadísticas. Restando los jubilados provinciales se observa una reducción absoluta en la población cubierta. Mientras en el año 1994 el total de beneficiarios nacionales se ubicaba en 3,2 millones, en el año 2004 el total era de 3,1 millones, apenas menor. La reducción proviene básicamente de la caída en el número de jubilados, ya que los pensionados crecen en términos de tendencia.

GRÁFICO 10  
PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN EN EDAD PASIVA<sup>1</sup>  
CON COBERTURA PREVISIONAL



Nota: 1. Hombres mayores de 65 años y mujeres mayores de 60 años.

Fuente: FIEL, sobre la base de EPH.

CUADRO 9  
COBERTURA TOTAL  
(En miles)

	Jubilados	Pensionados	Total	Pensiones no contributivas	Total	Benef. como % de la pob. total	Jubilaciones como % de la pob. pasiva <sup>1</sup>
1997	2.806	1.569	4.375	304	4.679	13,5	71,3
1998	2.806	1.600	4.406	317	4.724	13,4	70,5
1999	2.756	1.620	4.376	330	4.707	13,3	68,6
2000	2.721	1.634	4.355	344	4.698	13,1	67,0
2001	2.693	1.644	4.336	337	4.674	12,9	65,7
2002	2.662	1.649	4.310	324	4.634	12,6	64,3
2003	2.648	1.662	4.311	334	4.644	12,5	63,4
2004	2.626	1.676	4.302	338	4.641	12,4	62,3

Nota: 1. Se consideran los beneficios de jubilación y pensión no contributiva por vejez e invalidez.

Fuente: FIEL en base a ANSES, Secretaría de Seguridad Social e INDEC.

Como ya se indicó, parte de la caída en el total de jubilados es producto del aumento de la edad jubilatoria para los trabajadores en relación de dependencia: mientras que conforme a las leyes anteriores la edad era cincuenta y cinco años para las mujeres y sesenta para los hombres, desde la refor-

GRÁFICO 11  
BENEFICIARIOS DEL RÉGIMEN NACIONAL  
RÉGIMEN DE REPARTO Y CAPITALIZACIÓN

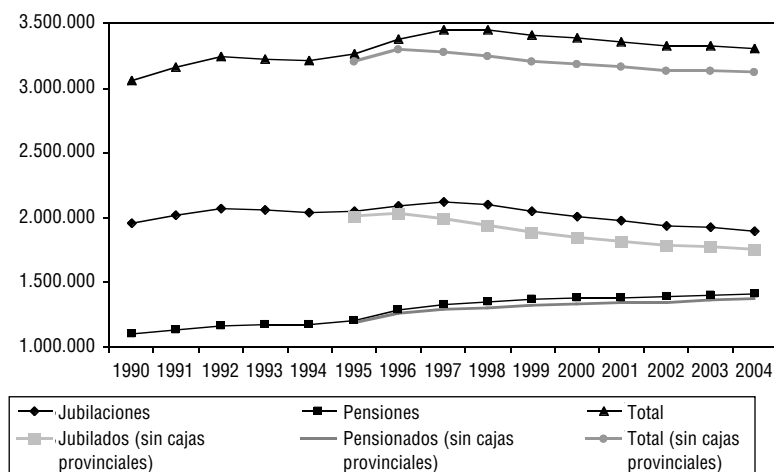
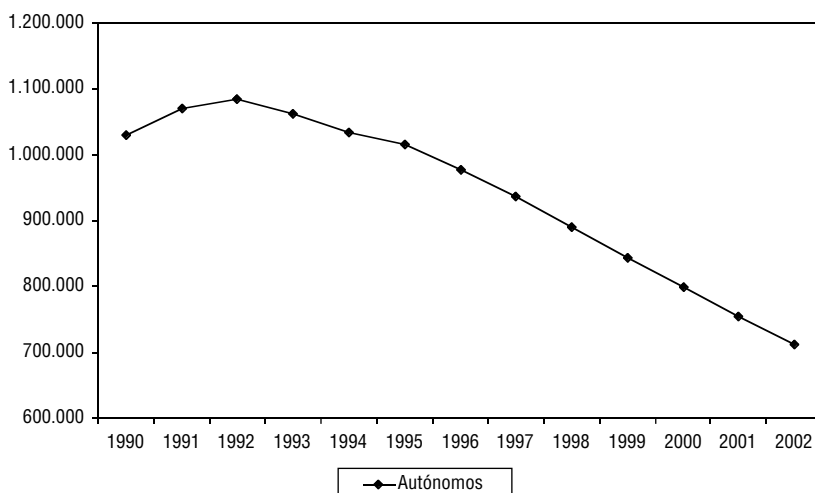


GRÁFICO 12  
EVOLUCIÓN DE BENEFICIARIOS AUTÓNOMOS



CUADRO 10  
ANEXO. LÍMITES A LA INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN

Títulos públicos, Letras del Tesoro o Préstamos a la Nación	<i>50% o hasta el 100% si el excedente (sobre 50%) cuenta con recursos afectados o garantías internacionales</i>
Títulos valores emitidos por provincias, municipios, entidades autárquicas del Estado Nacional y provincial, empresas del Estado Nacional, provincias o municipios	30%
Títulos representativos de deuda privada nacional o de sucursales de empresas extranjeras con vencimiento a plazo mayor de dos años	40%
Títulos representativos de deuda privada nacional o de sucursales de empresas extranjeras con vencimiento a plazo menor de dos años privados	20%
Obligaciones negociables convertibles de empresas privadas nacionales o sucursales de empresas extranjeras	40%
Obligaciones negociables convertibles emitidas por empresas públicas privatizadas	20%
Depósitos a plazo fijo	<i>30%. 40% si el excedente se destina a créditos o inversiones en economías regionales</i>
Acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas (incluye futuros y opciones)	50%
Acciones de empresas públicas privatizadas	20%
Fondos comunes de inversión	20%
Títulos valores emitidos por Estados extranjeros u organismos internacionales	10%
Títulos valores emitidos por sociedades extranjeras	10%
Contratos en los mercados de futuros y opciones	10%
Cédulas hipotecarias, letras hipotecarias y títulos con garantía hipotecaria o garantizados por participaciones en créditos con garantía hipotecaria	40%



CUADRO 10 (cont.)

Títulos representativos de cuotas de participación en fondos de inversión directa, de carácter fiduciario y singular	10%
Certificados de participación y títulos representativos de deuda de contratos de fideicomisos financieros estructurados, constituidos por derivados financieros	10%
Otros Títulos emitidos por fideicomisos financieros	20%

Otras limitaciones:

1. El total invertido en obligaciones negociables, debentures y otros títulos de deuda privados cualquiera sea el plazo y obligaciones negociables convertibles no pueden superar el 40%.
2. El total invertido en acciones no puede exceder del 50%.
3. El total de títulos emitidos por Estados extranjeros u organismos internacionales y de títulos de sociedades extranjeras no pueden exceder el 10% del fondo.
4. Las inversiones en certificados de participación y títulos de deuda de contratos de fideicomisos financieros estructurados, constituidos por derivados financieros y demás fideicomisos respaldados por títulos públicos adquiridos al Gobierno Nacional deben respetar la limitación sobre títulos públicos.

Los fondos de jubilaciones y pensiones no pueden ser invertidos en acciones de AFJP, de compañías de seguros, de sociedades gerentes de fondos de inversión, de calificadoras de riesgo, ni acciones preferidas o de voto múltiple. Tampoco pueden ser invertidos en títulos emitidos por empresas controlantes o controladas o vinculadas a la AFJP. También está expresamente prohibido realizar operaciones de caución bursátil o extrabursatil con los títulos del fondo.

ma, si bien en forma escalonada, las edades se llevaron hasta sesenta y sesenta y cinco respectivamente, con lo cual por el mero hecho de este cambio el número de nuevos jubilados se redujo. También contribuyeron a la reducción de nuevos jubilados los requisitos más estrictos para acceder al beneficio. Ambos cambios también se extendieron a los regímenes provinciales transferidos, con lo que era de esperar una reducción en los índices generales de jubilados a población total por estos factores.

La caída del total de beneficiarios se explica básicamente por el comportamiento de los beneficiarios autónomos, que, desde 1992 (dos años antes de la reforma), muestra una tendencia decreciente, a tono con la caída en el porcentaje de autónomos que contribuye a la seguridad social. En este caso la caída de beneficiarios no se explica por aumentos en las edades, ya que éstas habían sido ajustadas a los nuevos niveles antes de la reforma general, sino que probablemente se debe a los requisitos más estrictos para acceder a los beneficios.

## NOTAS

1. El aporte de los pasivos se justifica en términos de que forman parte de la reserva y pueden ser convocados a servicio activo.

2. Datos para Gran Buenos Aires sobre la base de EPH (INDEC).

3. Incluye Policía Federal, Fuerzas Armadas, Gendarmería, Penitenciaria, Pensiones no contributivas, Poder Judicial.

4. Reforma del Sistema Nacional de Jubilaciones y Pensiones.

5. El artículo 14 bis de la Constitución vigente al momento de la reforma, y conservado en la Constitución de 1994, establece: “[...] El Estado otorgará los beneficios de la seguridad social, que tendrá carácter de integral e irrenunciable. En especial la ley establecerá: el seguro social obligatorio, que estará a cargo de entidades nacionales o provinciales con autonomía financiera y económica, administradas por los interesados con participación del Estado, sin que pueda existir superposición de aportes; jubilaciones y pensiones móviles [...]”.

6. Socios cuya participación en el capital sea igual o superior al número 100/número de socios, el socio único en sociedades en comandita simples o por acciones, los socios de sociedades civiles y comerciales irregulares o de hecho, los socios de sociedades de cualquier tipo cuando todos los integrantes de la sociedad estén ligados por vínculos de parentesco.

7. Las cajas provinciales y municipales, que abarcan a los empleados públicos de tales jurisdicciones, fueron invitadas a incorporarse al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Las cajas transferidas fueron 11: Ciudad de Buenos Aires, Catamarca, Santiago del Estero, Mendoza, La Rioja, Salta, San Juan, Río Negro, Jujuy, San Luis y Tucumán. La incorporación de tales cajas al SIJyP supone la adaptación de los activos en esas jurisdicciones a las nuevas normas previsionales nacionales.

8. El MOPRE (módulo previsional) es la unidad de referencia para la movilidad de las prestaciones y su valor es fijado por las autoridades de acuerdo con las posibilidades presupuestarias. Su valor es actualmente de \$ 80.

9. El haber se calculaba anteriormente como el 50% de la jubilación que le hubiera correspondido al individuo, más un adicional del 50% por cada año de servicio que excediera de los diez requeridos.

10. La máxima PBU se refiere a la PBU incrementada en un 15%.

11. Véase detalle en Anexo.

12. La prestación suplementaria se calculaba como el 28,6% de la diferencia entre 10 MOPRES y el haber que correspondía al individuo por las restantes prestaciones (PC, PAP o JO).

13. La rentabilidad se establecía en forma uniforme para todas las administradoras como el 20% sobre el exceso a una rentabilidad anualizada del 5%, tomando como base el valor de la cuota de principios de julio de 2001. El decreto 216 de 2002 eliminó la especificación del cálculo de la comisión por rentabilidad.

14. El descuento del IVA fue posteriormente reducido en 1,5 puntos.

15. Rofman, R.: *El sistema previsional y la crisis argentina*, documento de trabajo N° 7/03, Banco Mundial, julio de 2003.

16. Mujeres mayores de sesenta años y hombres mayores de sesenta y cinco años.

---

## Capítulo 3

# UNA EVALUACIÓN DEL IMPACTO DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

### 3.1. INTRODUCCIÓN

La composición del portafolio de inversiones de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) sufrió importantes modificaciones entre los años 2001 y 2002 a consecuencia de las necesidades financieras del Tesoro Nacional y la salida de la convertibilidad. Esta última, al ser acompañada por la decisión del gobierno de no honrar su deuda (aunque selectivamente), generó dificultades en el proceso de valuación de esas inversiones.

En operaciones que se fueron sucediendo durante el año 2001 y se extendieron durante los primeros meses de 2002, el gobierno se financió inicialmente en parte recurriendo a la colocación de deuda voluntaria en los fondos de pensión en el mercado primario, por intermedio de bonos globales y fideicomisos financieros; posteriormente, ante la insuficiencia de los fondos obtenidos y la presión de los vencimientos de la deuda recurrió a la operación denominada megacanje, y posteriormente al canje de deuda por préstamos garantizados (PG). Finalmente, y en forma claramente involuntaria, recurrió por decreto a la suscripción compulsiva de Letras del Tesoro por el monto de los vencimientos de plazos fijos de los fondos. Todos estos hechos conformaron un proceso que generó un incremento sustancial de la porción de deuda pública en el total de los fondos administrados.

El cuadro 1 muestra una comparación entre diciembre de 2000, diciembre de 2001 y junio de 2004 de la composición de los fondos de jubilaciones y pensiones por tipo de activo. En este cuadro se consideran los fideicomisos financieros emitidos por el gobierno también como deuda pública, aunque para la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), organismo principal a cargo de demarcar y controlar el entorno regulatorio en que se desenvuelve la actividad de los fondos, esos fideicomisos inicialmente no conformaban títulos públicos y por ende eran alcanzados por un límite de inversión diferente. Ésta fue una vía que encontró el organismo de control de permitir un incremento de la exposición de los fondos a deuda pública más allá de los límites fijados por la ley 24.241 como

máximo permitido para invertir en esos instrumentos. En el artículo 74 de esa ley se establece que las AFJP podrán invertir en “[...] Títulos Públicos emitidos por la Nación a través de la Secretaría de Hacienda o el Banco Central de la República Argentina, hasta el 50% del total del activo del fondo”. En el cuadro 1 se observa que sumando los fideicomisos mencionados, la exposición a deuda pública superaba el 50%. Así, sin violar la letra de la ley (ya que en los hechos los fideicomisos no se ajustaban a la definición del artículo 74) se alteraba su espíritu.

Entre diciembre de 2000 y la actualidad (tercer trimestre de 2004), luego de las dos primeras reestructuraciones de deuda mencionadas (megacanje y PG), colocaciones compulsivas de bonos, y de numerosos cambios regulatorios que alteraron no sólo el marco legal en que desarrollaron su actividad las AFJP sino también la valuación de los instrumentos financieros que formaron parte de sus portafolios de inversión, se produjeron grandes cambios en la composición de esos portafolios. De allí que en el cuadro aparezcan diferentes tipos de activos en el ítem deuda pública nacional, que irán siendo debidamente mencionados cronológicamente a lo largo del presente capítulo.

Un detalle mayor de los hechos que se sucedieron desde el año 2000 ayudará a comprender las cifras que ese cuadro expone.

En enero de 2001, el gobierno se mostraba fortalecido por el “blindaje financiero” que recientemente había sido otorgado a la Argentina, y que implicaba mayor certidumbre sobre la capacidad de pago de los compromisos externos en función del apoyo que se obtenía del exterior, combinado con la capacidad de endeudamiento en el mercado interno. Dentro de las fuentes internas de financiamiento se descontaba el aporte de las AFJP, que como inversores de largo plazo podían comprar deuda sin requerir vencimientos próximos. Dado que los pagos de prestaciones eran menores en relación con el flujo de recaudación y la liquidez, podían dar plazos largos y períodos de gracia prolongados a cambio de un rendimiento comparativamente mayor que mejorara las prestaciones de los futuros jubilados y pensionados.

Sin embargo, las intenciones oficiales se veían limitadas por el alto porcentaje de deuda pública que las AFJP ya tenían en su portafolio y la limitada capacidad de incorporar nueva deuda. En efecto, el porcentaje de deuda pública (excluyendo fideicomisos financieros) a diciembre de 2000 era del 49,3%, dejando la posibilidad de suscribir solamente \$ 140 millones en nuevos títulos. A esto hay que agregar el 50% de la recaudación entrante y los vencimientos de cupones de deuda de ese año. Por estos últimos dos conceptos, se proyectaba en enero una capacidad de captación de deuda adicional de los fondos por \$ 2.150 millones. En suma, durante el año 2001 los fondos de jubilaciones y pensiones podían llegar a financiar al gobierno por casi \$ 2.300 millones.

La profunda crisis político institucional de ese año con su impacto en la economía y los cambios en las tasas de aporte al régimen previsional impulsados desde el gobierno para alentar el consumo, alteraron la recaudación efectivamente percibida por las AFJP durante el segundo semestre. En particular esto se dio a principios de noviembre, cuando con la sanción del decreto 1.387/01 se redujo por un año (extensible a uno más) el aporte personal de

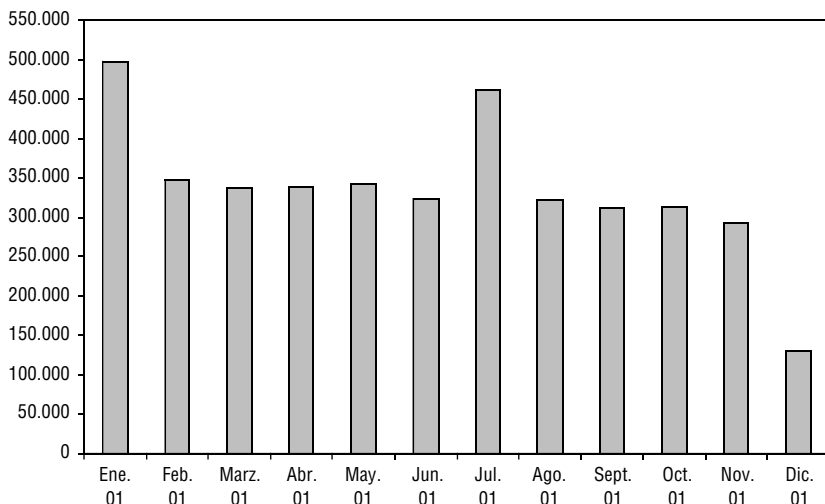
CUADRO 1  
CUADRO COMPARATIVO DE COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS  
DE JUBILACIONES Y PENSIONES

Tipo de activo	Diciembre 2000		Diciembre 2001		Junio 2004		
	pesos/dólares		pesos/dólares		Pesos	Dólares	%
		%		%			
Liquidez/disponibilidades	56,6	0,3	463,5	2,2	1.177,8	397,9	2,5
Deuda pública nacional	10.682,3	52,4	13.559,3	65,2	31.171,0	10.530,8	65,4
A vencimiento	5.998,2	29,4	96,0	0,5	422,1	142,6	0,9
En posición <i>trading</i> (precio de mercado)	4.052,2	19,9	1.458,2	7,0			0,0
Fideicomisos financieros							
Gob. Nac.	631,9	3,1	15,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Préstamos garantizados			11.989,4	57,7	2.325,4	785,6	4,9
Préstamos garantizados decreto 530/2003					28.423,5	9.602,5	59,6
Deuda provincial y de entes estatales (incluye deuda de la Ciud. de Bs.As.)	1.371,9	6,7	889,7	4,3	1.468,1	496,0	3,1
Deuda privada	1.245,0	6,1	637,0	3,1	1.095,0	369,9	2,3
Obligaciones negociables	570,9	2,8	351,2	1,7	980,6	331,3	2,1
Fideicomisos financieros	674,1	3,3	285,8	1,4	114,4	38,6	0,2
Plazos fijos	3.185,7	15,6	2.263,9	10,9	1.999,7	675,6	4,2
Acciones	2.499,4	12,3	2.128,3	10,2	4.948,3	1.671,7	10,4
Fondos comunes de inversión	419,0	2,1	458,0	2,2	1.301,5	439,7	2,7
Inversiones en activos del exterior	910,4	4,5	383,0	1,8	4.458,8	1.506,4	9,4
Otros	11,4	0,1	3,4	0,0	39,6	13,4	0,1
Total	20.381,5	100,0	20.786,3	100,0	47.659,7	16.101,3	100,0

Fuente: Superintendencia de AFJP.

los individuos a su cuenta de capitalización de un 11 a un 5%. Esta rebaja tuvo impacto pleno en diciembre, y en particular durante el año siguiente. Si bien en un principio la rebaja también alcanzaba a los aportantes al régimen de reparto, esto fue advertido por el gobierno y revertido inmediatamente.

GRÁFICO 1  
RECAUDACIÓN DE LAS AFJP  
(En miles de pesos)



El gráfico 1 muestra la evolución de la recaudación del sistema previsional de ese año, mientras que el cuadro 2 detalla los ingresos netos percibidos por las AFJP.

Si se toma la recaudación promedio de las AFJP del primer semestre de 2001 y se anualiza, se observa que con respecto a la recaudación finalmente observada para todo ese año, en 2001 se perdió aproximadamente un 85% de una recaudación promedio mensual. La crisis se cobró casi un mes de aportes previsionales de los afiliados.

A pesar de la caída de la recaudación de aportes personales mencionada, el Tesoro Nacional captó recursos de los fondos por encima de las proyecciones iniciales. En efecto, durante ese año se captaron recursos de las AFJP por un total de casi \$ 5 mil millones. O sea, el gobierno casi duplicó el total que tenía previsto captar a principios de ese año y casi triplicó lo captado el año 2000. Las emisiones de bonos globales de largo plazo se realizaron durante el primer cuatrimestre de 2001 y mantuvieron el total de deuda pública del Estado Nacional prácticamente al borde del límite regulatorio del 50% del fondo de jubilaciones y pensiones. Esto es, cubrieron el cupo disponible de inversión y el 50% de la recaudación entrante más los cobros de cupones de deuda pública verificados en ese periodo.

Como esos fondos no fueron suficientes para el Tesoro y hacia abril sólo se habían colocado poco menos de \$ 1.100 millones, se echó mano de otro recurso. El gobierno emitió fideicomisos financieros, donde el capital fideicomitado estaba constituido por deuda pública, y a partir del flujo que ésta generaba se cubrían los pagos de capital e intereses del fideicomiso. Esto no

CUADRO 2  
RECAUDACIÓN NETA DE LAS AFJP  
AÑO 2001  
(En miles de pesos)

Ingresos	4.369.257
Recaudación	4.042.148
Aportes desde administradora	295.446
Aportes del Estado	258
Capitales provenientes de ART	28.842
Otras fuentes	2.563
Egresos	1.577.298
Prestaciones	66.721
Comisiones	1.185.413
Transferencias a compañías de seguros	314.587
Otros usos	10.577
Ingresos netos	2.791.959
Rentabilidad de los fondos en 2000	-2.387.175
Variación total de los fondos	404.784
Fondo diciembre 2000	20.381.472
Fondo diciembre 2001	20.786.257

Fuente: FIEL en base a SAFJP.

era más que una simple emisión encubierta de títulos públicos, pero debido a que se hacía en la forma jurídica del fideicomiso, se correspondía con otro tipo de inversión y podía ser adquirida por las AFJP utilizando el límite adicional que los fideicomisos financieros tenían por disposición de la ley 24.241 y de las regulaciones emanadas de la Superintendencia de AFJP. Este recurso ya había sido utilizado durante el año 2000, colocándose entonces una suma cercana a los \$ 620 millones. Durante el año 2001 en cambio, se colocaron por este medio casi \$ 2.400 millones.

Esto no fue suficiente. El 5 de diciembre de 2001, cuando la crisis era inminente (una semana después de establecerse límites a las extracciones bancarias), el gobierno dispuso por decreto que todos los vencimientos de plazos fijos de las AFJP se debían aplicar a la compra compulsiva de Letras del Tesoro de corto plazo por un plazo de 120 días. De esta forma el Tesoro captó casi \$ 1.400 millones adicionales solamente durante diciembre.

Los fideicomisos financieros eran activos que a partir de un conjunto de bienes fideicomitidos (en el caso de las AFJP siempre eran instrumentos fi-

CUADRO 3  
COLOCACIONES PRIMARIAS DE DEUDA PÚBLICA EN LAS AFJP  
(Cifras en miles de pesos corrientes)  
AÑO 2001

<i>1) Colocaciones voluntarias</i>	
Total de emisiones primarias	3.484.971
Emisión de bonos globales vencimiento 2031	1.085.946
Emisión de fideicomisos financieros	2.399.025
<i>2) Colocaciones compulsivas</i>	
Letes contra vencimiento plazo fijo (en diciembre)	1.378.408
Colocaciones primarias AFJP en 2001	4.863.379
Emisiones primarias voluntarias en % de	
a) los ingresos netos de las AFJP	125
b) los ingresos netos solo de comisiones	122
c) los ingresos totales por recaudación	86

nancieros afines entre sí) generaban un flujo de pagos diferenciado. Hacia diciembre de 2000 los fondos contaban con \$ 674 millones de fideicomisos financieros emitidos por el sector privado, y ya entonces muchos de ellos eran estructuras donde los bienes fideicomitidos eran títulos públicos. Las emisiones realizadas por el gobierno de los fideicomisos llamados “Hexagon” (emitidos en los años 2000 y 2001), “Radar” y “Celtic” (estos dos últimos emitidos en 2001) se fundaron en apuros financieros coyunturales y eran simples emisiones de deuda pública donde ésta era transformada mediante la figura del fideicomiso en bienes fideicomitidos del fideicomiso que se estuviera emitiendo. En los hechos, un fideicomiso era una emisión de deuda pública encubierta. Ofreciendo tasas atractivas y plazos adecuados, fueron alternativas de inversión muy apropiadas para los fondos de pensión, pero desde el punto de vista del proceso que éstos estaban atravesando, implicaron un avance importante del sector público sobre los fondos administrados por las AFJP.

### 3.2. UN DETALLE DE LOS SUCESOS DESDE EL MEGACANJE HASTA LA CRISIS CAMBIARIA

No es una tarea simple identificar el o los detonantes que catalizaron la crisis final de la administración surgida del gobierno de la Alianza (durante la presidencia de Fernando De La Rúa). Sin embargo, fue crucial el rol de dos medidas tomadas por el ministro de Economía del último período de esa



gestión, Domingo Cavallo: la convertibilidad ampliada y el megacanje. Dos pilares del esquema cambiario resultaron sacudidos; por un lado, se flexibilizó la férrea regla cambiaria, debilitando la credibilidad en ella, piedra basal fundamental del andamiaje económico del periodo. Por otro lado, el megacanje de junio de 2001 erosionó fuertemente la confianza en la capacidad de pago de la Argentina, y confirmó los pronósticos más pesimistas que ubicaban al país en las puertas de una reestructuración no voluntaria.

En este contexto se ofreció un canje de títulos públicos, que en el caso de las AFJP implicó la posibilidad de extender plazos de vencimiento en condiciones ventajosas, ya que los nuevos títulos, si bien no mostraban vencimientos importantes en los primeros años, incluso ofreciendo la capitalización de cupones, tenían mejores tasas de rendimiento y un mayor valor presente neto que los bonos canjeados. La amenaza del *default* comenzaba a hacerse presente y el megacanje implicaba en los hechos dar más tiempo al gobierno, extender plazos y canjear deuda con vencimientos próximos de forma de aliviar la caja del Tesoro en los meses siguientes.

El canje de deuda se realizó el 1º de junio de 2001. Las AFJP participaron entregando pesos de valor nominal V\$N 4.691 millones de la cartera transable y V\$N 6.450 millones de la cartera a mantener hasta el vencimiento, valuados en sus portafolios en \$ 3.802 y \$ 6.162 millones respectivamente. En contrapartida recibieron \$ 226 millones en efectivo, V\$N 5.063 millones para la cartera transable y V\$N 6.896 millones para la cartera a mantener al vencimiento, valuados en \$ 3.689 millones y \$ 6.049 millones respectivamente. Los tres nuevos bonos que protagonizaron el canje fueron el Global 2008, el Global 2018 y el Global 2031.

En términos de valuación de portafolio la deuda que se entregó en canje estaba valuada a un precio promedio de \$ 0,81 por cada V\$N 1 de valor nominal para la cartera transable y a un precio promedio de \$ 0,96 por cada V\$N 1 de valor nominal para la cartera a mantener a vencimiento (cartera *investment* o *investment account*). A cambio, las AFJP recibieron deuda con plazos de vencimiento mayores, y por ello un mayor valor nominal valuado a precios menores que los anteriores (\$ 0,73 para la posición *trading* y \$ 0,88 para la posición *investment*).

En la cuenta final, se entregaron \$ 9.964 millones (\$ 3.802 millones de *trading* y \$ 6.162 millones de *investment*) y se recibió a cambio exactamente la misma cantidad (\$ 226 millones en efectivo por cobro de cupones, \$ 3.689 millones de *trading* y \$ 6.049 millones de *investment*). Por ello, el canje de deuda conocido como *megacanje* no tuvo ningún efecto inmediato en el valor cuota de los fondos de jubilaciones y pensiones. Solamente redujo marginalmente la exposición a deuda pública por la pequeña parte en efectivo que ingresó a esos fondos. A mediano plazo, dado que la tasa de rendimiento de los nuevos bonos era mayor que la de los anteriores, se esperaba una mejora de la tasa interna de retorno promedio de la posición de títulos públicos.

En esos momentos la prima de riesgo país era de aproximadamente 1.020 bp (en el primer trimestre de ese año promediaba 755 bp y desde 2002 hasta el presente –cuarto trimestre de 2004– osciló entre 4.000 y 7.000 bp) y la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (la inversión de refe-

rencia) venía declinando fuertemente, pero se encontraba aún en torno del 4%, por lo cual la tasa interna de retorno del 14% en dólares que los nuevos bonos ofrecían en promedio lucía atractiva. Las AFJP decidieron ingresar al *megacanje* propuesto por el Estado Nacional, con el argumento adicional que el alargamiento de plazos se vería compensado y mejorado con el mayor rendimiento que ofrecían los nuevos títulos, resultando un mayor valor actual (una suba en el valor presente neto).

Con la operación de canje de deuda el Estado esperaba, alargando los plazos, eludir la amenaza del *default*. Para mejorar la confianza en el sistema financiero, a fines de agosto se sancionó la ley 25.466 llamada de “intangibilidad de los depósitos”, que en su artículo 2 estableció que “[...] *el Estado nacional en ningún caso podrá alterar las condiciones pactadas entre el/los depositantes y la entidad financiera, esto significa la prohibición de canjearlos por títulos de la deuda pública nacional, u otro activo del Estado nacional, ni prorrogar el pago de los mismos, ni alterar las tasas pactadas, ni la moneda de origen, ni reestructurar los vencimientos [...]*”. Por el artículo tercero se estableció que la ley era “[...] *de orden público, los derechos privados para los depositantes y las entidades depositarias de las operaciones comprendidas serán considerados derechos adquiridos y protegidos por el artículo 17 de la Constitución Nacional*”.

Sin embargo sucesos posteriores demostraron la fragilidad de la situación, que derivó a los dos meses de sancionada la ley de garantía de los depósitos en un nuevo canje de deuda para reducir aún más la carga onerosa de los pagos que exigía. Esta vez, a diferencia del canje anterior, los bonos por ser incorporados (los *préstamos garantizados*) ofrecerían rendimientos inferiores a los canjeados, anticipando un escenario de creciente tensión y de dificultades para renovar la deuda a su vencimiento.

Fue así como el 1º de noviembre de 2001 el gobierno emitió el decreto 1.387/01 que, entre otras disposiciones, establecía lo siguiente:

- Las deudas vencidas del Estado Nacional tenían poder cancelatorio de deudas y obligaciones dinerarias de las personas físicas y jurídicas con el Estado Nacional.
- Reducía el aporte personal al sistema de capitalización de un 11 a un 5%, con el objeto de alentar el consumo privado.
- Se instruyó al Ministerio de Economía para que ofreciera en condiciones voluntarias, la posibilidad de convertir la deuda pública nacional por préstamos garantizados o Bonos Nacionales Garantizados, siempre que la garantía ofrecida o el cambio de deudor permitieran obtener para el sector público nacional menores tasas de interés.
- Definió las características básicas de la emisión de préstamos garantizados: los introdujo dentro de las operaciones de crédito público, permitió al Estado emitir deuda con garantías, fijó un máximo de tasa del 7% o *Libor* + 3%.
- El artículo 22 autorizó al Ministerio de Economía a afectar recursos que le correspondieran a la Nación de conformidad con el Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos o recursos del Impuesto sobre los Crédi-

tos y Débitos en Cuentas Corrientes Bancarias, hasta la suma que resultara necesaria para atender los vencimientos de capital e intereses de los préstamos garantizados o Bonos Nacionales Garantizados en que se convirtiera la deuda pública nacional.

- Estableció que el límite para invertir en deuda garantizada era del 100% de los fondos de jubilaciones y pensiones.
- Modificó los límites de los fideicomisos financieros y dispuso que toda la deuda que directamente o indirectamente se correspondiera con deuda pública emitida, tenía un límite del 50% del fondo. Esto hacía que los fondos automáticamente quedaran excedidos en deuda pública. Además, al establecerse la posibilidad de ir a un 100% en préstamos garantizados, la nacionalización potencial de los fondos parecía estar en camino.

Posteriormente, la Resolución 767/01 del Ministerio de Economía determinó los títulos elegibles para la operación descripta y el mecanismo de conversión. En el canje de títulos por PG no solamente entraron los títulos públicos sino también los fideicomisos financieros emitidos por el gobierno (en cuyas estructuras y como ya se mencionó, los bienes fideicomitidos eran también títulos públicos).

Mientras tanto, se aprobó el Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Préstamo Garantizado mediante el decreto 1.646/01, que determinó que el Estado Nacional se comprometía a ceder en garantía a los acreedores por los préstamos garantizados, los recursos del Impuesto sobre los Créditos y Débitos en Cuentas Corrientes Bancarias y en general, todos los recursos que le correspondieran al Estado Nacional por el Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, con exclusión de los recursos que le correspondieran a las provincias y a la seguridad social, por hasta la suma que resultara necesaria para atender la totalidad de los vencimientos de capital e intereses de los préstamos, en las condiciones previstas en esos contratos. La Resolución ME 851/01, por su parte, aprobó el “Addendum al Contrato de Préstamo Garantizado”, que permitió la ampliación del monto de capital de los préstamos garantizados.

Los elementos más destacables del canje de deuda y de la introducción de los préstamos garantizados eran en síntesis los siguientes:

- Se mantenía la moneda original de la deuda sin quita nominal (conversión 1 a 1).
- Se otorgaba una garantía de pago a cambio de ceder en rendimiento y plazos.
- El cupón de interés se reducía para la deuda emitida a tasa fija, y en el caso de la deuda emitida a tasa variable se fijaba una sobretasa del 3% sobre tasa LIBO.
- Se alargaban los plazos de vencimiento en tres años para los bonos con vencimiento antes de diciembre de 2010 y se mantenían los plazos para los bonos con vencimiento más allá de ese año.
- El canje de PG era la primera etapa de la reestructuración de deuda; era su tramo local. En marzo de 2002 se iba a negociar con los acreedores

externos. Si de esa negociación surgían mejores términos de reestructuración, las AFJP podían acceder a esos nuevos bonos (Cláusula de mejor oferta).

- Se incluyeron setenta y nueve bonos, y quedaron excluidas las LETES, bonos en otras monedas diferentes del peso y el dólar, y bonos que ya contaban con garantías.
- Las ofertas se recibían hasta las 15 horas del 23 de noviembre de 2001, y los títulos debían estar en Caja de Valores al 27 de noviembre de 2001.

Las características del canje procuraban dejar a buen respaldo la *responsabilidad fiduciaria* de los fondos, existiendo fundamentos desde el punto de vista del Criterio del buen hombre de negocios para aceptarlo.

La estructura estimada de la deuda pública al momento del canje por PG era la que se detalla en el cuadro 4. Es interesante resaltar que el monto reestructurado entonces por las AFJP es similar al que actualmente (fines de 2004) está en proceso de refinanciación.

De vuelta al canje de los PG, el gobierno adicionalmente utilizó para forzar su aceptación por parte de las AFJP, dos herramientas “coercitivas”:

- Por un lado, la Superintendencia de AFJP emitió la Instrucción 38/2001 (B.O. 31 de diciembre de 2001) por la cual dispuso que todos los bonos elegibles de las posiciones valuadas a vencimiento (*investment account*) que no fueran ofrecidos para ir al canje, automáticamente pasaban a estar valuados a precio de mercado (se eliminaba el *investment* de los títulos elegibles). Las posiciones *investment* al 31 de octubre de 2001 eran de casi un 34% de los fondos, esto es, estaban excedidas sobre el límite regulatorio del 30%. Además, la sobrevaluación de esas posiciones (las mantenidas a vencimiento o también llamadas *investment account*) a esa fecha era de aproximadamente un 45%. Esto implicaba que la cuota de los fondos podría haber caído un 16% si éstos no iban al canje y las posiciones *investment* eran valuadas a precios de mercado.
- Además, las normas de valuación también establecieron que los fideicomisos financieros emitidos por el Estado Nacional pasaban a ser considerados como deuda pública nacional, la cual mantenía su límite del 50% del portafolio. Al 31 de octubre de 2001 si se sumaba la participación de estos fideicomisos más la tenencia de títulos públicos nacionales, el porcentaje de tenencia ascendía al 62,3%, o sea, implicaba un exceso de poco más del 12% de los fondos administrados.
- En consecuencia, no ir al canje implicaba para las posiciones *investment* de bonos elegibles que automáticamente iban a ser valuadas a mercado, debiendo reflejar la pérdida implícita en su sobrevaluación en forma inmediata, afectando el valor cuota y por ende la rentabilidad (se corría el riesgo de caer por debajo de la rentabilidad mínima y que los accionistas de las AFJP tuvieran que compensar la diferencia). En cuanto al resto de las tenencias de bonos, en caso de no ir al canje quedaban automáticamente excedidas, forzándose la venta del exceso resultante.

CUADRO 4  
DISTRIBUCIÓN DE LA TENDENCIA DE TÍTULOS PÚBLICOS  
(En millones de dólares)

		AFJP	Bancos	Sector público	Seguros de vida y ret.	Fondos comunes	Locales	Indiv. y exterior
Bonos canjeables	64.320	16.309	13.273	431	5.874	1.800	37.688	26.632
Bocones US\$	3.416	46	135	36				
Bontes	8.194	32	1.331	238				
Bonos Pagaré + Fideicomiso	6.087	3.002	1.429	–				
Brady	2.310	6	1.094	44				
Globales	39.605	12.914	8.288	12				
Bocones S	1.341	67	306	0				
Globales en S	1.124	171	198	–				
Euroletras en US\$ y otros	2.242	71	492	102				
Bonos no canjeables	29.208	1.522	2.890	892	–	–	5.305	23.904
Brady	5.126	0	489	892				
Globales	851	32	–	–				
Euroletras (no US\$)	23.227	1.491	38	–				
Otros	5	–	2.364	–				
Total	93.528	17.832	16.163	1.324	5.874	1.800	42.992	50.536
Organismos internacionales	29.847							29.847
Organismos oficiales ext.	4.653							4.653
Banca comercial y otros	2.786						2.786	
Otros acreedores y otros	2.655						2.655	
Total	133.470						48.434	85.036

Fuente: FIEL.

Hacia fines de noviembre, cuando la crisis económica e institucional parecía iniciar su etapa final, el gobierno decidió recurrir a medidas compulsi-

vas para captar recursos financieros. Con el cierre del mercado voluntario de deuda, simplemente se optó por obligar por decreto a las AFJP a incorporar más deuda pública.

El 1° de diciembre, el gobierno publicó el decreto 1.570/01 que establecía las restricciones al retiro de depósitos (“corralito”) y el decreto 1.572/01. El primero afectó indirectamente a los fondos ya que implicó la muerte transitoria de los fondos comunes de “*money market*” que tenían plazos fijos y deuda pública de corto plazo. Algunos fondos entregaron Cedros (certificados de depósitos reprogramados) a las AFJP; otros, los bonos que recibieron y la deuda pública que tenían (principalmente LETES que luego entrarían en *default*).

El decreto 1.572/01 por su lado, constituyó el primer paso formal tomado por el Ministerio de Economía para colocar deuda compulsiva en los fondos de pensión. En efecto, estableció que a partir del 1° de diciembre de ese año, las AFJP estaban obligadas a invertir en Letras del Tesoro Nacional por el plazo de 120 días, el equivalente al 90% de la liquidez que tenían disponible al 30 de noviembre. La cifra involucrada en los alcances originales del decreto ascendía aproximadamente a la suma de \$ 316 millones.

Pocos días después y dado lo exiguo que resultó para el gobierno el monto mencionado, el 5 de diciembre y mediante el decreto 1.582/01 elevó el porcentaje, disponiendo en su artículo 10 que: “El producido de los depósitos de Plazo Fijo cuyos titulares sean los Fondos de Jubilaciones y Pensiones, a partir de la publicación del presente decreto *deberá destinarse a la suscripción de Letras del Tesoro* en las condiciones que disponga el Ministerio de Economía”.

Como ya se indicó, por esta vía el gobierno colocó solamente en el mes de diciembre de 2001 un total de \$ 1.400 millones. Pero esta política de colocación compulsiva de la liquidez de los fondos en títulos públicos no se frenó con los cambios acaecidos a fines del año 2001. A pesar de los sucesivos cambios de gobierno y de los procesos de devaluación y de pesificación asimétrica, se mantuvo la plena vigencia del mencionado decreto ya entrado el año 2002. Es decir que durante los 120 días previstos en el decreto 1570, se siguieron colocando todos los vencimientos de plazos fijos en Letras del Tesoro.

Durante la nueva administración política que surgió a comienzos del año 2002, en el período enero-abril de ese año se colocaron adicionalmente \$ 1.479 millones en LETES. Esto llevó el total de la colocación compulsiva de LETES a casi \$ 2.900 millones, lo que representa –tomando el total acumulado por los fondos a diciembre del 2001– un 13,8% del portafolio.

Como ya estaba instrumentado el canje de préstamos garantizados, las Letras del Tesoro ocuparon parte del límite que habían liberado aquéllos (recuérdese que se puso un límite especial para PG del 100% del portafolio). Esto significa que los fondos podían invertir hasta un 100% en PG pero se mantenía el límite del 50% en títulos públicos. De allí que las LETES contribuyeran a que el porcentaje de las tenencias de deuda pública como porcentaje del fondo administrado subiera significativamente.

Como más adelante se señalará, el 15 abril de 2002 todas las tenencias de préstamos garantizados denominados hasta entonces en dólares, fueron

CUADRO 5  
CUADRO COMPARATIVO DE COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES

Tipo de activo	Abril 2002			Junio 2002			Junio 2004		
	Pesos	Dólares	%	Pesos	Dólares	%	Pesos	Dólares	%
Liquidez/disponibilidades	587,4	200,6	1,9	824,5	227,1	2,3	1.177,8	397,9	2,5
Deuda pública nacional	23.232,1	7.934,9	74,4	26.757,4	7.371,6	76,1	31.171,0	10.530,8	65,4
A vencimiento	137,7	47,0	0,4	299,4	82,5	0,9	422,1	142,6	0,9
En posición <i>Trading</i> (precio de mercado)*	4.172,0	1.424,9	13,4	4.713,1	1.298,5	13,4			0,0
Fideicomisos financieros gobierno Nacional	2,8	1,0	0,0	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Préstamos garantizados	18.919,5	6.462,0	60,6	21.743,4	5.990,3	61,9	2.325,4	785,6	4,9
Préstamos garantizados decreto 530/2003							28.423,5	9.602,5	59,6
Deuda provincial y de entes estatales (incluye deuda de la ciudad de Buenos Aires)	930,8	317,9	3,0	945,3	260,4	2,7	1.468,1	496,0	3,1
Deuda privada	586,2	200,2	1,9	595,1	164,0	1,7	1.095,0	369,9	2,3
Obligaciones negociables	400,4	136,7	1,3	447,2	123,2	1,3	980,6	331,3	2,1
Fideicomisos financieros	185,8	63,5	0,6	147,9	40,8	0,4	114,4	38,6	0,2
Plazos fijos	1.112,8	380,1	3,6	732,6	201,8	2,1	1.999,7	675,6	4,2
Acciones	2.952,5	1.008,4	9,5	2.907,8	801,1	8,3	4.948,3	1.671,7	10,4
Fondos comunes de inversión	411,0	140,4	1,3	399,9	110,2	1,1	1.301,5	439,7	2,7
Inversiones en activos del exterior	1.411,0	481,9	4,5	1.975,9	544,4	5,6	4.458,8	1.506,4	9,4
Otros	3,4	1,1	0,0	3,3	0,9	0,0	39,6	13,4	0,1
Total	31.227,1	10.665,6	100,0	35.141,8	9.681,5	100,0	47.659,7	16.101,3	100,0
Valor dólar promedio		2,93			3,63			2,96	

Nota: \* Es el rubro que contiene las Letras del Tesoro emitidas compulsivamente.

Fuente: SMFJP.

convertidas a pesos (*pesificadas*) a los fines de su valuación por parte de la Superintendencia de AFJP. La pesificación se hizo a una relación de US\$ 1 = \$ 1,40 y se le pasó a aplicar un ajuste por el coeficiente de estabilización de referencia (CER). La composición del portafolio de inversiones a fines de ese mes se indica en las primeras dos columnas del cuadro 5.

En el mes de junio de 2002 la participación de los títulos públicos en el total de los fondos ya representaba poco más de un 76% del total, incluyendo títulos originales y préstamos, fideicomisos financieros residuales y fideicomisos transformados en préstamos garantizados, más las Letras del Tesoro adquiridas compulsivamente.

Inicialmente las LETES tenían un atractivo concreto: a su vencimiento podían ser aplicadas a la cancelación de obligaciones dinerarias para con el Estado Nacional tal como establecía el decreto 1.387/01. Esto mejoró sustancialmente su cotización en el mercado secundario donde llegaron a mostrar paridades cercanas al 90%. Sin embargo esto fue con el tiempo suspendido por el gobierno. Luego de una suspensión transitoria, en el mes de noviembre de 2002 estos instrumentos recuperaron parcialmente su capacidad cancelatoria ya que volvieron a ser autorizados a negociar pero la cancelación de obligaciones fiscales incluía un mecanismo de licitación mensual con cupos que redujo el precio de estos instrumentos hasta un 40% de paridad aproximadamente. Finalmente y luego de varias licitaciones frustradas y postergadas por decisión unilateral del gobierno, el Ministerio de Economía decidió eliminar esta vía para el pago de impuestos, a fines de abril de 2004.

### 3.3. DESDE LA DEVALUACIÓN HASTA MEDIADOS DE 2003

El 6 de enero de 2002 se promulgó la conocida ley 25.561 de “Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario” en la cual se declaró la emergencia pública en materia social, económica, administrativa, financiera y cambiaria hasta el 10 de diciembre de 2003, modificándose además el régimen cambiario (y por lo tanto, la ley de convertibilidad mencionada anteriormente) y suspendiéndose la ley 25.466 de Intangibilidad de los Depósitos. Además, la misma ley procedió a regular la reestructuración de obligaciones, tanto vinculadas al sistema financiero como aquellas originadas en los contratos de la administración regidos por normas de derecho público.

Poco después, el 3 de febrero de 2002, el decreto de necesidad y urgencia (DNU) 214 dispuso que “quedan transformadas a PESOS todas las obligaciones de dar sumas de dinero, de cualquier causa u origen judiciales o extrajudiciales expresadas en DÓLARES ESTADOUNIDENSES, u otras monedas extranjeras, existentes a la sanción de la Ley N° 25.561 y que no se encontrasen ya convertidas a PESOS”. Determinó la conversión de los depósitos en dólares estadounidenses en el sistema financiero a razón de \$ 1,40 por cada dólar estadounidense, agregando que la entidad financiera cumpliría con su obligación devolviendo pesos a la relación indicada (artículo 3). Asimismo dispuso que a tales depósitos se les aplicaría un “Coeficiente de Estabilización de Referencia” (CER), delegando su instrumentación al BCRA.



El 13 de marzo de 2002 fue publicado en el *Boletín Oficial* el decreto 471. En su artículo 1 disponía que “las obligaciones del Sector Público Nacional, Provincial y Municipal vigentes al 3 de febrero del 2002 denominadas en dólares estadounidenses u otra moneda extranjera, cuya ley aplicable sea solamente la ley argentina, se convertirán a Pesos Uno Con Cuarenta Centavos (\$ 1,40) por cada dólar estadounidense o su equivalente en otra moneda extranjera y se ajustarán por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)”. El CER era simplemente un índice que devengaba diariamente la última tasa de inflación mensual publicada por el INDEC, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor Nivel General (IPC). Además, se mantuvieron las fechas y frecuencias de pago de los instrumentos respectivos, en la forma originalmente pactada.

El artículo 3 del mencionado decreto estableció una nueva tasa de interés –sensiblemente menor– aplicable a las referidas obligaciones instrumentadas mediante préstamos garantizados aprobados por el decreto 1.646/01 y la Resolución del Ministerio de Economía 851/01. El 15 de abril de 2002 se dictaron las Resoluciones 54 (con el fin de enmendar algunos errores existentes en Anexo D del Contrato de Préstamo Garantizado en relación con el capital de los préstamos garantizados) y la 55 (en cuyo artículo 2 se estableció que las obligaciones del Tesoro Nacional que correspondieran al préstamo garantizado serían convertidas a pesos en un todo de acuerdo con lo establecido en los artículos 1 y 3 del decreto 471/02 y devengarían intereses a las tasas fijadas en el Anexo II de la resolución, a partir del 3 de febrero de 2002). Las resoluciones mencionadas fueron publicadas en el *Boletín Oficial* el 22 de abril del 2002.

El perjuicio sobre los fondos de jubilaciones y pensiones (FJP) y otros fondos en similares circunstancias no se limitó a la simple pesificación. En efecto, a partir del decreto 644 del 18 de abril de 2002, publicado en el *Boletín Oficial* del 22 de abril de 2002 se determinó que, a los fines de recibir el pago de los servicios de capital e intereses emergentes de los Contratos de Préstamo Garantizado, resultaba necesario que los acreedores suscribieran la carta de aceptación de la pesificación, cuyo modelo fue anexado al mismo. Por medio de esta carta de aceptación, los acreedores consentirían la conversión a pesos de los préstamos garantizados originalmente denominados en dólares estadounidenses, las nuevas tasas de interés fijadas por el decreto 471/02 y la eventual modificación de la garantía resultante del acuerdo Nación-provincias sobre Relación Financiera y Bases de un Régimen de Coparticipación Federal, celebrado el 27 de febrero de 2002. Cabe destacar que la garantía fue efectivamente modificada y reducida por el acuerdo Nación-provincias, el cual entre otras cosas convirtió en coparticipable al impuesto a los débitos y créditos bancarios. Hasta ese momento este impuesto era en su totalidad garantía de los préstamos garantizados, por lo que el acuerdo redujo esa garantía al otorgar parte de esa recaudación a las provincias.

El mencionado decreto disponía que, a los efectos de recibir los pagos de capital y/o de intereses correspondientes a los Contratos de Préstamos Garantizados, los acreedores debían dentro de los treinta días corridos desde la fecha de publicación del decreto en el *Boletín Oficial*, suscribir la carta de

aceptación. La carta debía ser presentada ante los bancos y éstos la remitirían al Ministerio de Economía, al Banco Central de la República Argentina y a la Caja de Valores S.A.

El decreto 644 estableció asimismo que el Banco Central de la República Argentina acreditaría en una cuenta abierta a nombre de los bancos una suma equivalente a los montos de intereses pesificados correspondientes en cada fecha de pago, pero no serían de libre disponibilidad hasta que el Banco Central de la República Argentina diera por recibida la carta de aceptación. Esto es de suma importancia, como podrá apreciarse más adelante al analizar el decreto 79/03.

Vencido el plazo de treinta días establecido, los acreedores que no hubieran presentado a los bancos la carta de aceptación, no recibirían los pagos de intereses y/o capital que correspondían a los Contratos de Préstamos Garantizados, manteniéndose en el Banco Central los fondos correspondientes.

Los contratos de préstamos garantizados preveían también una opción de volver por única vez a los títulos originarios. Con respecto a esta opción el decreto 644/02 estableció que dentro del plazo de treinta días de su dictado no se requeriría la invocación de alguna de las causales de incumplimiento previstas en el artículo décimo del Contrato de Préstamo Garantizado para la restitución de aquéllos. Esto pretendía alentar a los tenedores de préstamos a que se decidieran por pesificar o volvieran a los títulos originales, pero que no se quedaran con los PG. Esto implicaba ejercer la opción prevista en el artículo 10 del Contrato de Préstamo Garantizado en forma anticipada. En efecto, el artículo 10 (anteúltimo párrafo del contrato) establece que:

*“Ante la ocurrencia de cualquiera de las causales de incumplimiento [...] y después de intimación cursada respecto del Préstamo Garantizado incumplido indicado por el Acreedor en forma individual por el término de 30 días, con la excepción establecida más adelante para la causal mencionada en el punto 2 de este artículo, la República incurrirá en mora de la obligación incumplida. La intimación que se curse deberá contener: (i) la exigencia del cumplimiento del presente Contrato, o bien, en forma alternativa y excluyente y por única vez, (ii) la manifestación de voluntad de declarar extinguido el presente Contrato respecto del Préstamo Garantizado incumplido indicado por el Acreedor y la exigencia del reintegro de los Títulos originalmente utilizados para integrar el Capital de dicho Préstamo Garantizado que no se hubieren cancelado [...]”.*

En este caso particular, las causales que podían invocarse conforme al contrato para fundamentar el incumplimiento indicado en el párrafo anterior eran: (i) cualquier cambio en las leyes aplicables, sus reglamentaciones o interpretaciones que hicieran imposible para cualquiera de las partes el cumplimiento de una o más obligaciones asumidas en el contrato (artículo 10.5 del contrato) y (ii) la falta de pago en tiempo y forma, especialmente en la moneda en que estaban denominados los préstamos garantizados, de las cuotas de capital, intereses, o cualquier otro importe adeudado por el Estado Nacional (artículo 10.2 del contrato). De acuerdo con el mecanismo previsto en el artículo 10 del contrato, en caso de la falta de pago indicada en (ii), la mora se produce automáticamente y genera la obligación por parte del Banco Central

de retener de los fondos de la recaudación prevista en el contrato, la totalidad de las sumas necesarias para atender los servicios incumplidos.

El artículo 10 del contrato antes transcrito establece que el acreedor podrá exigir el cumplimiento de este contrato siempre que exista causal de incumplimiento; o, por única vez, exigir la resolución del contrato y la consiguiente entrega de los títulos. En ese mecanismo la elección de esta última vía impediría luego intentar el cumplimiento del contrato.

No obstante, en expresa violación de las disposiciones contractuales y de las normas legales aplicables, el decreto 644/02 impuso que de no solicitar la extinción del contrato dentro del plazo de treinta días previsto, los acreedores se encontraban imposibilitados de recibir suma alguna en concepto de pago, debiendo para ello consentir la “pesificación”, el cambio de las tasas de interés del monto del préstamo garantizado y la eventual modificación de la garantía.

El 16 de enero de 2003 el Poder Ejecutivo publicó el decreto 79. Este decreto, en su artículo 1, nuevamente determinó que, “A los efectos de recibir los pagos de capital y/o intereses correspondientes a los Contratos de Préstamos Garantizados del gobierno Nacional, los Acreedores, conforme se encuentran definidos en el Contrato de Préstamo Garantizado aprobado mediante el Decreto 1646/01 y la Resolución del Ministerio de Economía 851/01, deberán suscribir la Carta de Aceptación, cuyo modelo obra como Anexo al Decreto 644/02, conforme a los lineamientos establecidos en el mismo”. A diferencia de lo que disponía el decreto 644/02, esta vez se aclaró que la medida tendría una vigencia indefinida, hasta tanto comenzara el proceso de reestructuración de la deuda pública.

A todo ello el decreto 79/03 agregó una nueva modificación unilateral de las condiciones iniciales de emisión. Por medio del artículo 3, se dispuso que “los importes correspondientes a los intereses de los Préstamos Garantizados del gobierno Nacional, de aquellos tenedores que no hubiesen firmado aún la Carta de Aceptación aprobada por el decreto 644/02 y que no han retornado al Título Elegible que dio origen al Préstamo correspondiente, que se encuentran depositados en el Banco Central de la República Argentina en la cuenta habilitada a tal fin en esa institución, *no se actualizarán por ningún concepto* al momento de transferir los mismos a las entidades financieras para ser acreditados a aquellos tenedores de Préstamos Garantizados que decidan aceptar las condiciones firmando la Carta de Aceptación mencionada en el Artículo 1º del presente decreto”.

En otras palabras, a raíz de esa nueva disposición, las AFJP en su carácter de acreedoras de préstamos garantizados, no sólo no podían cobrarlos en tanto no consintieran previamente su pesificación, sino que además los montos correspondientes (aunque pesificados) se mantenían depositados sin ningún tipo de actualización hasta el momento de su efectivo cobro.

Finalmente llegó la Resolución del Ministerio de Economía 129 del 18 de julio de 2003, que determinó la expiración del plazo para suscribir la carta de aceptación, al estimar que se había iniciado el proceso de reestructuración de deuda con la contratación de la entidad Lazard-Frères como asesora financiera para tal fin.

### 3.4. EL DECRETO 530 DE AGOSTO DE 2003

El 7 de agosto de 2003, mediante la publicación del decreto 530, el Poder Ejecutivo Nacional dispuso en forma unilateral, y en contra de las disposiciones del préstamo garantizado que otorgaba esta facultad en forma exclusiva a los acreedores, el reintegro de los bonos originales a los acreedores que no hubieran suscripto la carta de aceptación establecida por decreto 644/02, que obligaba a la aceptación de la pesificación, de los títulos originales que dieron origen al préstamo garantizado. Esta norma constituía una nueva modificación unilateral de las condiciones de emisión del préstamo garantizado.

Más allá de los sucesivos cambios unilaterales en la normativa ya enunciados, alterando las condiciones pactadas en el contrato de préstamo garantizado, la particularidad que ofrece el decreto 530 es que determina la terminación del contrato en forma arbitraria y unilateral por parte del deudor, en uso de una facultad sólo prevista para el acreedor. Así, el mencionado decreto dispone que la Caja de Valores debe proceder al reintegro de los instrumentos de deuda pública que dieron origen a los préstamos garantizados del gobierno Nacional, cuyos acreedores no hubieran suscripto la carta de aceptación.

En la línea del decreto mencionado, el 7 de agosto la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones mediante la Instrucción SAFJP 10/2003 instruyó a las administradoras a mantener el valor de los títulos públicos que debían recibir conforme al decreto 530/03, al mismo valor establecido para los préstamos garantizados que debían reemplazar, pero sin actualización alguna desde ese momento en adelante. Esto en los hechos implicó que se congelara el precio de todos los préstamos garantizados en cartera de las AFJP al valor del 6 de agosto de ese año, sin tener actualización alguna ni por CER ni por devengamiento de tasa ni por variación de tipo de cambio.

La instrucción establece adicionalmente que este congelamiento seguirá vigente “hasta tanto los acreedores reciban los títulos públicos que se entreguen en canje, una vez que la República Argentina finalice con el proceso de reestructuración de la deuda pública”.

Por último la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, mediante la Instrucción SAFJP 11/2003 del 12 de agosto de 2003, instó a las AFJP para que instruyeran a los bancos custodios de los fondos que administraban, que dieran cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 1 del decreto 530/03, contabilizando al precio antes mencionado los activos que se recibirían como consecuencia de esa norma legal.

A la fecha las AFJP recurrieron a la protección de la Justicia para frenar la aplicación de estas medidas y en los hechos mantienen en custodia los préstamos garantizados originales, valuados a un precio fijo.

### 3.5. LOS CAMBIOS EN LOS CRITERIOS DE VALUACIÓN

La devaluación generó para la Superintendencia de AFJP la necesidad de establecer criterios de valuación para el nuevo contexto económico-financiero. El prolongado feriado bancario y cambiario de enero de 2002 dio tiempo para armar el nuevo marco de valuación. La primera reacción del organismo de control en ese sentido fue la Instrucción 10 del 17 de enero de 2002. En ella se establecieron criterios de valuación provisorios para los activos de emisores públicos y privados en pesos o en dólares, para los casos que no se registrara una cotización de mercado. Se estableció para ellos que quedaba suspendido el devengamiento de su tasa de interés y quedaba diferido el impacto de las diferencias de cambio. En consecuencia, la primera reacción de la SAFJP fue básicamente “esperar”.

En línea con el dictado de los decretos 214/02 y 471/02 antes mencionados, la SAFJP emitió las Instrucciones 21/02 y 22/02. Esas normas dispusieron con efecto al 15/04/2002, la conversión a pesos de todos los préstamos garantizados y depósitos a plazo fijo en dólares, a \$ 1,40 por cada dólar estadounidense o su equivalente, la capitalización de los intereses devengados, el ajuste del capital por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) y la determinación de nuevas tasas de interés.

Solamente con el reconocimiento del 1,40, las posiciones de bonos fueron revaluadas en casi un 40%, generando un salto automático del valor cuota el día 15 de abril de 2002, de aproximadamente un valor entre un 20% y un 25% superior.

Pero no todos los instrumentos fueron valuados siguiendo los mismos criterios. En efecto:

- Las LETES se pesificaron a 1,40 más CER, pero las suscriptas en 2002 se pesificaron 1 a 1 y se les devengó solamente la tasa fija.
- Los títulos a mercado que no entraron en el canje de préstamos garantizados quedaron valuados a valor de mercado por dólar libre.
- Los *investment account* de títulos no elegibles para el canje de PG continuaron devengando su rendimiento y quedaron valuados por dólar libre.
- Los PG no canjeados, a los fines de su valuación se pesificaron a 1,40 más CER. Los que fueron a la pesificación cobraron los cupones, mientras que los que no lo hicieron, los capitalizaron.
- La deuda privada en dólares fue en general valuada a tipo de cambio libre.
- Los bonos provinciales quedaron valuados al último precio registrado o ajustado por TIR en caso de que pagaran regularmente su renta. En caso de suspensión de pago quedaron exceptuados de ser desafectados de la cartera regular. Además sólo pudieron reflejar diferencias de cambio si los bonos cotizaban en un mercado autorizado.

El decreto 530 sumó a esta maraña de criterios arbitrarios de valuación uno más: los préstamos garantizados que no fueron pesificados quedaron congelados en sus valores del 6 de agosto de 2003, tal como se señaló en el

punto anterior. En esa fotografía, la mayoría de los bonos quedaron sobrevaluados, con la excepción de los Bonos Globales 2018 y 2031 correspondientes a posiciones originalmente valuadas a mercado.

Para el conjunto de las AFJP (sin incluir en el cálculo a la AFJP Nación, que pesificó todos sus bonos) quedó congelado así, aproximadamente un 54,5% de su portafolio de inversiones.

### 3.6. LA SOBREVALUACIÓN DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN Y LAS PROPUESTAS DE REESTRUCTURACIÓN (DUBAI I Y II)

Desde el momento en que el gobierno consideró iniciadas las gestiones para la reestructuración de la deuda y que dieran sustento a Resolución ME 129 del 18 de julio de 2003, poco se avanzó en la oferta de reestructuración. Una negociación prácticamente inexistente y la firme pretensión del gobierno de imponer duras condiciones a los acreedores se pusieron de manifiesto en el primer esbozo tenue y con mínimas precisiones de una propuesta de reestructuración que tuvo lugar en Dubai (Emiratos Arabes Unidos), en ocasión de la Reunión Anual del FMI (que coincidió con la del Banco Mundial) del 22 al 24 de septiembre de 2003. Los lineamientos generales de la propuesta eran vagos, como para determinar el impacto que la nueva reestructuración podría tener. El 22 de septiembre de ese año el Ministerio de Economía hizo las siguientes precisiones:

- Se mostraron proyecciones económicas y supuestos de superávit primario total para las cuentas fiscales del 3% del PBI para los próximos años (Nación, 2,4%), predeterminando la capacidad de pago del gobierno y ajustando el costo de la propuesta a esa premisa. El 3% fue presentado como el máximo esfuerzo fiscal que estaba dispuesta a hacer la Argentina, marcando un claro contraste con la experiencia de otros países emergentes, y con la propia experimentada por la Argentina durante el año 2004.
- Se aclaró que la propuesta era consistente con una tasa de crecimiento estable, que era financieramente sostenible y que promovía la mejora de la situación social. También se afirmaba que esta propuesta pretendía ser equitativa para con todos los acreedores. Esto apuntaba claramente a dar por tierra con cualquier especulación con respecto a posibles tratos preferenciales para los acreedores locales, y en particular las AFJP.
- Se definía como deuda elegible para el canje a todos los bonos emitidos con anterioridad al 31 de diciembre de 2001. Esto es 152 bonos, en 7 monedas diferentes y 8 legislaciones distintas. El total de bonos por ser canjeados sumaban por entonces US\$ 87.050 millones de valor nominal, sobre un total de deuda pública a ese momento de US\$ 178.795 millones.
- Los bonos por ofrecerse debían ser equivalentes (similar valor presente neto) y la elección dentro del menú de nuevos bonos podía ser sujeta a limitaciones de monto. Es de notar que a pesar de que se afirmaba que no se discriminaria entre tenedores, en ningún momento se explicitó el mecanismo de asignación de cupos.

- Llamaba la atención que la deuda en pesos sólo podía ser canjeada por bonos en pesos indexados por CER, mientras que la deuda en moneda extranjera no podía acceder a esos bonos indexados. Las monedas de los nuevos bonos iban a ser dólar, euro, yen y pesos indexados por CER.
- Los bonos en pesos tendrían sólo legislación argentina, los nominados en dólares legislación de Estados Unidos y de Inglaterra, los nominados en euros la de Inglaterra solamente y los nominados en yenes la de Japón.
- Se advertía que serían emitidos bonos “Pares” sin quita nominal (o con una muy pequeña), bonos de “descuento” con “*hair cut*” (quita) nominal y bonos capitalizables “C”. No se aclaraba plazo, tasa ni demás características mínimas esenciales para hacer un ejercicio tentativo de valuación.
- Se sumaba la posibilidad de agregar un cupón atado al crecimiento de la Argentina, aunque sin explicitar su estructura.
- En cuanto al manejo doméstico de la deuda se “contaba” con el aporte de las AFJP, que “cederían” el 50% de su recaudación entre los años 2004 y 2018 para financiar al sector público (sin tener en cuenta esta hipótesis que actualmente y en particular después del canje las AFJP iban a quedar excedidas en títulos públicos nacionales), y también se “contaba” con la reinversión parcial creciente de las amortizaciones de préstamos garantizados y BODEN.
- Se aclaraba que el menú de opciones apuntaba a una reducción nominal de la deuda por reestructurar del 75%, sin reconocer los intereses vencidos (PDI) desde diciembre de 2001 a la fecha de acuerdo. No se mencionó la posibilidad de pagos en efectivo para inducir un mayor porcentaje de aceptación.

No hubo más información oficial con respecto a la propuesta sino hasta el 1º de junio del año 2004, cuando el ministro de Economía en el marco de una negociación con el Fondo Monetario Internacional, anunció oficialmente la “propuesta final de reestructuración”, tal como consta en el formulario 18-K/A presentado posteriormente por el gobierno argentino ante las autoridades de la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos (la “SEC”). A partir de entonces se comienza a delinear la estructura de los bonos por ser emitidos, incorporándose precisiones que permiten hacer los primeros cálculos de su valor presente neto.

En primer lugar se precisa el total de la deuda por reestructurar. En los cuadros que siguen se muestra la estructura de la deuda total y la composición de la deuda por reestructurar, destacándose la participación de las AFJP en ella.

Se definieron tres nuevos bonos por ser emitidos; un bono Par sin quita de valor nominal, un bono descuento con quita (*hair cut*) y un bono denominado Cuasipar, con un *hair cut* implícito de un 30%. Si bien en el monto por reestructurar de los dos cuadros anteriores se destaca la deuda en concepto de PDI (atrasos), en la propuesta elevada a la SEC, claramente se expresa que el gobierno “[...] no espera emitir nueva deuda en concepto de intereses vencidos. A los fines de la reestructuración se tomará en cuenta el total de los intereses vencidos solamente con el propósito de definir el máximo de valor no-

CUADRO 6  
DEUDA PÚBLICA TOTAL  
(En miles de millones de dólares)

<i>I. Deuda performing</i>	<i>74.410</i>
Organismos internacionales	32.118
Resto	42.292
<i>II. Deuda en default</i>	<i>88.309</i>
Títulos públicos	81.200
Otros	7.109
<i>III. Atrasos</i>	<i>23.385</i>
De títulos públicos por reestructurar	22.900
Otros	485
<i>IV. Deuda pública bruta</i>	<i>186.104</i>

DE QUÉ DEUDA ESTAMOS HABLANDO  
(En miles de millones de dólares)

Títulos	Datos del gobierno	AFJP
Globales	35,1	11,1
Euro bonos	33,1	1,1
Fieicomisos	3,7	2,6
Letras \$		0,6
Letras US\$		2,1
Total letras	4,3	2,7
Otros	5,0	0,1
Total	81,2	17,6
Atrasos estimados	22,9	4,9

*minal a ser emitido de Bonos Par, Bonos Descuento y Bonos Cuasipar [...]*", de acuerdo con diferentes hipótesis de aceptación de la deuda.

El cuadro 7 muestra la forma de determinación del capital por ser emitido de los diferentes bonos, que queda definido en función del grado de aceptación de la propuesta, siendo el umbral de cambio un porcentaje de aceptación del 70% del valor nominal de la deuda elegible total.

Con un grado de aceptación mayor al 70%, los intereses que se toman para determinar el monto por emitir son US\$ 22.900 millones (los acumulados hasta el 30 de junio de 2004). En este caso se emiten US\$ 15 mil millo-



**CUADRO 7**  
**MONTO POR SER EMITIDO DE LOS NUEVOS BONOS**  
 (En millones de dólares)

Capital por reestructurar (deuda "elegible" al 31-12-2001) .....	81.200	millones
Menos quita nominal del 75% (compatible con Dubai I) .....	60.900	millones
<b>a) Con grado de aceptación superior al 70%</b>		
Más intereses atrasados "reconocidos totalmente" .....	22.900	millones
Monto total resultante de la emisión de nuevos bonos .....	43.200	millones
a.1) Se emiten bonos Par sin quita nominal por .....	15.000	millones
equivalen entonces a deuda canjeada por .....	15.000	millones
a.2) Se emiten bonos Descuento con quita nominal del 63,5% por .....	19.870	millones
equivalen entonces a deuda canjeada por .....	54.384	millones
a.3) Se emiten bonos Cuasipar con quita nominal del 29,5% por .....	8.330	millones
equivalen entonces a deuda canjeada por .....	11.816	millones
Total de nueva deuda emitida .....	43.200	millones
Quita nominal en porcentaje .....	46,8%	
En canje por deuda anterior de valor nominal .....	81.200	millones
<b>b) Con grado de aceptación de 70% o menor</b>		
Más intereses atrasados "reconocidos parcialmente" .....	18.200	millones
Monto total resultante de la emisión de nuevos bonos .....	38.500	millones
b.1) Se emiten bonos Par sin quita nominal porque .....	10.000	millones
equivalen entonces a deuda canjeada por .....	10.000	millones
b.2) Se emiten bonos Descuento con quita nominal del 66% por .....	20.170	millones
equivalen entonces a deuda canjeada por .....	59.197	millones
b.3) Se emiten bonos Cuasipar con quita nominal del 30,6% por .....	8.330	millones
equivalen entonces a deuda canjeada por .....	12.003	millones
Total de nueva deuda emitida .....	38.500	millones
Quita nominal en porcentaje .....	52,6%	
En canje por deuda anterior de valor nominal .....	81.200	millones

Fuente: FIEL.

nes de bonos Par, US\$ 19.870 millones de bonos descuento y US\$ 8.330 millones de bonos Cuasipar. El hecho de tomar los intereses atrasados de la

forma que lo hace el gobierno permite “transformar” la quita del 75% anunciada en Dubai, en una quita nominal menor, en este caso del 46,8%.

El bono Par es el que demuestra más claramente que los intereses atrasados no son reconocidos ya que la relación de cambio que se establece es de 100 VN del nuevo bono por cada 100 VN de bonos al 31 de diciembre de 2001, sin considerar los intereses que devengaron desde esa fecha hasta la de la reestructuración.

Con un grado menor o igual al 70%, los intereses (acumulados hasta el 31 de diciembre de 2003) que se toman en el cálculo son menores y por ende la emisión total de nuevos bonos cae. El cuadro 8 –que presenta la estructura de los nuevos bonos– muestra que en este caso la emisión total es de US\$ 38.500 millones (en lugar de los US\$ 43.200 millones anteriores) y la quita nominal pasa a ser de un 52,6%. Se observa que a mayor grado de aceptación, la estructura de los bonos mejora aunque marginalmente.

La moneda de los nuevos bonos se define en función de la moneda de los bonos que serán objeto de canje. A diferencia de Dubai I, se puede pasar de moneda extranjera a pesos; pero al igual que lo que sucedía con la propuesta

CUADRO 8  
CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE LOS NUEVOS BONOS

		Bono Par	
		Aceptación de la propuesta	
		Más del 70%	70% o menos
Quita nominal %		0	0
<i>Maturity</i>		35 años	35 años
Amortización		pagos iguales	pagos iguales
		semestrales desde año 25	semestrales desde año 25
Vida prom. (en años)		30,25	30,25
Pagos de intereses		Semianual	Semianual
Tipo de tasa	Tasa fija <i>Step Up</i>		
Tasa de interés	año 1 hasta año 5	2,08%	1,35%
	capitaliza	0%	0%
	año 6 hasta año 15	2,50%	2,50%
	capitaliza	0%	0%
	año 16 hasta año 25	3,75%	3,75%
	capitaliza	0%	0%
	año 26 hasta año 35	5,25%	5,25%
	capitaliza	0%	0%
Mercado	Luxemburgo y otros		

CUADRO 8 (cont.)

Bono Discount			
		Aceptación de la propuesta	
		Más del 70%	70% o menos
Quita nominal %		63,5	66
Maturity		30 años	30 años
Amortización		pagos iguales	pagos iguales
		semestrales desde año 20	semestrales desde año 20
Vida prom. (en años)		25,25	25,25
Pagos de intereses		Semianual	Semianual
Tipo de tasa	Tasa fija con capitalización		
Tasa de interés	año 1 hasta año 5	4,15%	3,97%
	capitaliza	4,36%	4,35%
	año 6 hasta año 10	4,88%	5,77%
	capitaliza	3,63%	2,55%
	año 11 hasta año 30	8,51%	8,32%
	capitaliza	0%	0%
Mercado	Luxemburgo y otros		
Bono Cuasipar			
		Aceptación de la propuesta	
		Más del 70%	70% o menos
Quita nominal %		29,5	30,6
Maturity		42 años	42 años
Amortización		pagos iguales	pagos iguales
		semestrales desde año 32	semestrales desde año 32
Vida prom. (años)		37,25	37,25
Pagos de intereses		Semianual	Semianual
Tipo de tasa	Tasa fija con capitalización		
Tasa de interés	año 1 a 10	0%	0%
	capitaliza	5,96%	5,57%
	año 11 a 42	5,96%	5,57%
	capitaliza	0%	0%
Mercado	Buenos Aires solamente		

Fuente: FIEL.

de Dubai I, si la deuda original estaba en pesos, la nueva deuda no puede cambiar de moneda.

En cuanto a la legislación aplicable se destaca que los bonos Cuasipar

CUADRO 9

<i>Moneda de la deuda original</i>	<i>Moneda de la nueva deuda</i>
Si la deuda original estaba en dólares	moneda original o \$CER
Si la deuda original estaba en euros	moneda original, us\$ o \$CER
Si la deuda original estaba en yenes	moneda original, us\$ o \$CER
Si la deuda original estaba en pesos	\$CER
Si la deuda original estaba en otra moneda	us\$, euros o \$CER
<i>Legislación aplicable</i>	
Pares o <i>Discount</i> en dólares	Nueva York o Argentina
Pares o <i>Discount</i> en euros	Reino Unido
Pares o <i>Discount</i> en yenes	Japón
Pares o <i>Discount</i> en pesos	Nueva York o Argentina
Bonos Cuasipar	Argentina

sólo tienen la protección de la legislación local. El resto de los bonos puede tener legislación local o extranjera (salvo cuando están nominados en euros o en yenes, correspondiéndoles la legislación británica o la japonesa respectivamente).

Adicionalmente, todos los bonos tienen un cupón ligado al crecimiento de la economía, con las siguientes características:

- Es separable.
- *Moneda de cálculo*: pesos.
- *Moneda de pago*: dólares, euro o yenes.
- *Vencimiento*: 30 años.
- *Fecha de cálculo*: 1º de noviembre de cada año, comenzando en 2006.
- *Fecha de pago*: 15 de diciembre de cada año, comenzando en 2006.
- *Fecha de referencia*: 31 de diciembre de cada año anterior a la fecha de cálculo desde 2005.
- *Monto pagado*: Se compara el PBI corriente (expresado en moneda constante) de la fecha de referencia que corresponda, con el PBI del 31 de diciembre de 2004 capitalizado a una tasa del 3% anual y calculado hasta la misma fecha de referencia. Si el PBI corriente es mayor al capitalizado al 3%, el cupón pagado es el 5% de la diferencia expresado en moneda corriente. Esa suma se pasa a la moneda de pago tomándose el tipo de cambio libre promedio de los quince días anteriores a la fecha de pago.
- *Legislación aplicable*: Argentina.

El valor de los nuevos bonos a diferentes tasas de descuento y suponiendo una aceptación de la propuesta mayor al 70%, se muestra en el cuadro 10.

CUADRO 10  
VALUACIÓN DE LOS NUEVOS BONOS (EN DÓLARES CADA VN 100)  
SUPUESTO DE ACEPTACIÓN MAYOR AL 70%

Nuevos bonos	Quita nominal	Tasa de descuento	VPN del nuevo bono	Dólares de bolsillo por cada VN 100 de los viejos bonos canjeados	Variación por cada 100 bp de suba tasa descuento
	%	%			%
Par	0,0	10	30,5	30,5	
		11	26,8	26,8	-12,0
		12	23,8	23,8	-11,2
		13	21,4	21,4	-10,4
		14	19,3	19,3	-9,6
<i>Discount</i>	63,5	10	81,8	29,9	
		11	72,7	26,5	-11,2
		12	65,0	23,7	-10,6
		13	58,4	21,3	-10,1
		14	52,8	19,3	-9,6
Cuasipar	29,5	10	42,6	30,1	
		11	35,4	24,9	-17,0
		12	29,6	20,8	-16,4
		13	24,9	17,5	-15,8
		14	21,1	14,8	-15,3

Fuente: FIEL.

En el caso del bono Par, a una tasa de descuento del 12% valdría US\$ 23,8, mientras que a una tasa del 14% el valor caería a US\$ 19,3 (un 19% menos). El bono Discount a una tasa del 12% valdría US\$ 65,0. Debido a que es canjeado con quita, por cada VN 100 de deuda por canjear, se obtendrían solamente 23,7 dólares de bolsillo. Si la tasa de descuento sube a un 14%, el precio del bono caería a US\$ 52,8 y los dólares de bolsillo a US\$ 19,3 (19% menos, una caída muy similar a la del bono Par).

Finalmente, el bono Cuasipar a una tasa del 12% valdría US\$ 29,6. Debido a que tiene una quita implícita cercana al 30%, permitiría obtener de bol-

sillo solamente US\$ 20,8. Si la tasa de descuento sube a un 14%, el precio del bono caería a US\$ 21,1 y de bolsillo a US\$ 14,8 (29% menos). Se observa que el bono Cuasipar resulta más sensible a las variaciones de la tasa que se utilice para descontar los flujos futuros de pagos. Esto es así porque es el que tiene el período de capitalización de intereses más prolongado, el que comienza a amortizar en forma más tardía y el que tiene el vencimiento más alejado en el tiempo. En cambio a pesar de tener muchas diferencias en sus estructuras, tanto el bono Par como el Descuento tienen una sensibilidad a las variaciones de tasa mucho más similar entre sí.

A una tasa de descuento del 10% los precios de los tres bonos son muy similares, y precisamente ésa es la tasa que proyecta el gobierno y sobre la cual argumenta que el canje es neutral en cuanto al bono que será elegido. Sin embargo a tasas superiores y más similares a las tasas de rendimiento actuales de los bonos en dólares BODEN que no se encuentran en *default* (o sea, forman parte de la deuda *performing*) las valuaciones comienzan a diferir. En particular el Cuasipar se ve comparativamente más afectado que los otros dos bonos que tienen, como se destacó anteriormente, un comportamiento más similar.

Por su parte, el cupón de crecimiento podría reportar entre US\$ 1 y US\$ 4 adicionales, suponiendo una tasa de crecimiento del 3,5% promedio de largo plazo y una tasa de descuento entre un 14% y un 12% respectivamente.

Finalmente, otros aspectos que se deben destacar de la reestructuración son:

- Los nuevos bonos serán obligaciones directas, no sujetas, no garantizadas y no subordinadas.
- Si se diera alguna garantía a futuras emisiones de deuda, esa garantía debería hacerse extensible a estos bonos.
- Todo hecho o condición que dispare la aceleración de bonos no canjeados, no tendrá efecto sobre los nuevos bonos. Esto es, si se mantiene en *default* la deuda vieja no canjeada, eso no implica que la deuda nueva pueda entrar en *default* si se gatilla alguna cláusula de aceleración de aquélla.
- Se introducen cláusulas de acción colectiva tales que con mayorías especiales se puedan reestructurar totalmente los bonos (no se necesita aquí la unanimidad).
- Los bonos conforme a la legislación local exclusiva no tienen cláusula de “*cross default*”. Esto implica para los Cuasipares, que si son *defaulteados* esto no afectaría al resto de la deuda emitida. O sea, si ante un evento de *default* de los Cuasipares se pide la aceleración de los pagos y esta última no se verifica, sólo entran en *default* los Cuasipares, sin provocar la aceleración de los pagos del resto de la deuda canjeada en la forma de Pares y Descuentos.
- No hay cláusula alguna de acceso a una mejor oferta. O sea, si el gobierno mejora la oferta para los *holdouts* (inversores que se autoexcluyen y quedan fuera de la oferta de canje), los que accedieron a este canje no podrán acceder a esas mejoras.

- Se pierde la garantía que tenían los PG del año 2001.
- No se establece mecanismo alguno de asignación de cupos para acceder a los diferentes bonos. Sólo se puede deducir que dado que las tenencias de valor nominal para canje de las AFJP son superiores al total de valores nominales de Cuasipares que serán emitidos, necesariamente las AFJP deberán canjear sus tenencias por una combinación de al menos dos bonos nuevos en proporciones hasta hoy desconocidas.
- A diferencia de los PG pesificados, los nuevos bonos van a estar listados en un mercado, permitiendo que se realicen transacciones y que se registren precios con algún grado de transparencia. Por el contrario, aquéllos, al no estar listados no registran precios transparentes y las transacciones son muy limitadas y engorrosas administrativamente. Esta situación puede cambiar en el futuro si finalmente son listados y comienzan a registrar precios de mercado.

### 3.7. IMPACTO ESTIMADO DE LA NUEVA REESTRUCTURACIÓN

En función de los rangos de valores en que se pueden llegar a ubicar los bonos en *default* dada la propuesta de reestructuración efectuada por el gobierno, se realizaron diversos ejercicios de simulación para estimar el impacto en la rentabilidad de los fondos de jubilaciones y pensiones. Los resultados son expuestos en el cuadro 11. Allí se supone un precio promedio de los bonos canjeados de US\$ 25 dólares que se corresponde con una tasa de descuento entre 12 y 11%, y un precio promedio de US\$ 30 que se corresponde con una tasa del 10% y otras dos hipótesis extremas.

Las alternativas que el cuadro plantea giran alrededor del tratamiento que se le pueda dar a las posiciones *investment account*. De allí que para explicar los resultados obtenidos es importante aclarar qué se entiende por posiciones *investment* (o posiciones a mantener a vencimiento) y cuál fue su razón de existir.

Toda fluctuación transitoria fuerte del mercado puede tener un considerable impacto en el valor cuota de los fondos. Esto afecta comparativamente más a aquella persona próxima a retirarse que a una persona joven que le quedan más años de aporte. En efecto, mientras el primero enfrenta su retiro con un fondo sensiblemente disminuido con baja probabilidad de recuperarse, la persona más joven puede distribuir el costo de la caída en más años. La transitoriedad de la caída hace que la persona que se mantiene aportando pueda recuperar con el tiempo la caída de su fondo. Por el contrario, aquel que se retira pierde toda oportunidad de hacerlo. Por ejemplo, si por valuar a mercado luego de la reestructuración todos los activos de los fondos, la cuota bajara un 32%, una persona próxima a su retiro vería caer su haber de capitalización en aproximadamente ese porcentaje. Mientras tanto si se mantuviera la sobrevaluación de los fondos y no se afectara a los más cercanos al retiro, una persona de treinta años con treinta y cinco años de aportes por delante, estaría cediendo aproximadamente sólo el 0,8% de rentabilidad anual por el tiempo que le resta de aporte. Este número es mí-

CUADRO 11  
 ESCENARIOS DE REESTRUCTURACIÓN  
 PORCENTAJE DE CAÍDA DEL VALOR CUOTA DE LOS FONDOS  
 DE JUBILACIONES Y PENSIONES ANTE DIFERENTES  
 ESCENARIOS DE REESTRUCTURACIÓN

Escenario	Valor de recupero de la deuda a reestructurar en %			
	US\$ 20	US\$ 25	US\$ 30	US\$ 35
Caída de valor cuota por valuación a mercado de todo el portafolio de inversiones	37	31	26	20
Caída de valor cuota por valuación a mercado exclusivamente de las posiciones <i>trading</i>	12	9	6	3
Caída de valor cuota por valuación a mercado de las posiciones <i>trading</i> y del exceso de <i>investment account</i> sobre 30%	16	13	10	6
Caída de valor cuota por valuación a mercado de las posiciones <i>trading</i> y del exceso de <i>investment account</i> sobre 25%	20	16	13	9

Fuente: FIEL.

nimo comparado con la rentabilidad histórica anualizada de los fondos que es del 14,3% anual, habiendo sido en el periodo junio 2003 a junio 2004 casi un 6% (aunque esta caída se explica en parte por la existencia de casi el 55% del portafolio con su valuación congelada desde agosto de 2003).

Es posible que la comunidad valore positivamente evitar fuertes transferencias de riqueza intergeneracional, o al menos evitar episodios catastróficos, fundados en fluctuaciones de corto plazo de los mercados (o reestructuraciones, como en este caso). A tal efecto, se creó en el origen del sistema la figura del *investment account* que permite valuar a valor de compra más tasa interna de retorno (TIR) los bonos que lo componen. Esto convierte en los hechos a los bonos en *plazos fijos equivalentes*, siendo su TIR la tasa de interés que devengan.

Pasados cuatro años desde el momento del pasaje a posición *investment* la normativa contemplaba la posibilidad de volver a valuarla a mercado, lo cual resultaba financieramente atractivo cuando esa valuación a mercado superaba la de la posición *investment*.

En los ejercicios de simulación con respecto al impacto de la reestructuración de deuda sobre los fondos de jubilaciones y pensiones, se hicieron diferentes hipótesis con respecto a las mencionadas posiciones *investment*. Vale aclarar aquí que en los cuadros 1 y 5 se observa que el *investment account* no llega a un 1% del portafolio. Sin embargo, las posiciones *investment* son mucho más significativas. En efecto, al momento de realizarse el canje que



implicó la aparición de los préstamos garantizados, parte de los bonos entonces en *investment* resultaron elegibles para el canje, y una mínima porción quedó afuera. La porción que quedó fuera es ese 1% que se mencionó anteriormente. El resto quedó como préstamo garantizado con un precio diferenciado y con un mecanismo de valuación del tipo aplicado a las posiciones *investment* tradicionales. A pesar de no figurar como *investment* (recuérdese que la SAFJP había determinado que los bonos elegibles no podían ser valuados a *investment* después de ese canje), quedaron como PG al entrar en la reestructuración con un precio sobrevaluado y devengando una TIR. Los *investment* de PG son aproximadamente un 34,5% del portafolio de inversiones de las AFJP (excluyendo nuevamente del cálculo a la AFJP Nación, que pesificó todos sus préstamos garantizados).

En los *investment* de PG y en los PG correspondientes a los ex fideicomisos financieros emitidos por el gobierno (actualmente todos con sus precios congelados) radican las mayores fuentes de sobrevaluación actual de los fondos. Por ejemplo, a valores de fin de junio de 2004, el precio promedio para los Fondos de las posiciones *investment* no pesificadas fue de \$ 198 (aproximadamente US\$ 66) mientras que el de los Fideicomisos fue de \$ 215,6 (aproximadamente US\$ 72). En caso de ser valuados a mercado en un eventual canje, estos precios caerían al rango de valores usado para las simulaciones antes expuestas (alrededor de los US\$ 25).

Se han esbozado diversos argumentos para abonar la decisión de mantener la sobrevaluación de las posiciones *investment* o diferir su valuación a mercado en un período prolongado:

- Por un lado, un principio de solidaridad intergeneracional muy caro al sistema de previsión argentino, por el cual los individuos jóvenes compartirían en este caso la carga de la reestructuración con las personas próximas a su retiro. De esta forma colaborarían para que estas últimas no sufrieran el impacto pleno (perjuicio) de la reestructuración. Los jóvenes cederían una porción menor de sus futuros rendimientos –en comparación con un perjuicio significativo para los más cercanos al retiro– si todo se valuara a mercado. Habría en otro caso una gran desigualdad en la distribución de la carga del ajuste.
- Por otro lado, en todos los canjes anteriores siempre se preservó la valuación de las posiciones *investment*, en la intención de que el mercado con el tiempo y en la medida que los precios de los activos después de la crisis se recuperaran, corrigiera por sí solo esa sobrevaluación.

Volviendo al cuadro 11, si los bonos por ser canjeados cotizaran en mercado aproximadamente a US\$ 25 promedio, el valor cuota de los fondos caería un 31% si todo el portafolio de inversiones incluyendo el *investment account* fuera valuado a ese precio. Si en cambio se mantuviera la valuación del *investment account* en los US\$ 66 actuales y el resto se valuara a mercado (incluyendo los fideicomisos que estarían cayendo un 66%), los fondos caerían un 9%.

Un ejercicio adicional supone limitar el *investment account* a un 30% de

los fondos (tal como estaba el límite regulatorio antes de que fuera eliminado) y valorar a mercado el exceso. En efecto, como se destacó anteriormente el *investment account* en PG del conjunto de las AFJP sin tomar Nación es de aproximadamente un 34,5% de los fondos administrados, esto es, presenta un exceso de por lo menos el 4,5% (habría que sumar la porción de *investment* actual sobre bonos no elegibles para el canje de PG, que no llega a un 1%, tal como se muestra en los cuadros 1 y 5). El resultado de esta simulación es una caída del valor cuota del 13%.

Finalmente si se limitara el *investment account* a un 25% (como ocurría desde el lanzamiento del sistema de capitalización), el exceso de *investment* del sistema sería de casi el 10% y la caída del valor cuota sería un poco mayor que en el ejercicio previo, llegando a un 16%.

Si el precio promedio de los bonos nuevos alcanza valores cercanos a los US\$ 35 equivalentes, la caída del valor cuota podría llegar a ser de solamente un 3% en el mejor escenario y de un 20% en el peor escenario aquí planteado. Mejorar la propuesta de reestructuración y su nivel de aceptación por parte de todo el conjunto de acreedores puede, por lo tanto, mejorar sustancialmente la situación de los fondos de jubilaciones y pensiones ante la futura revaloración de sus tenencias.

En todos los cálculos cabe reiterar que se excluyó a Nación AFJP, la cual al pesificar toda su tenencia de PG eliminó cualquier impacto proveniente de la reestructuración. Al carecer de activos que entren en la reestructuración (todos ya fueron pesificados) cualquier hipótesis que se haga con respecto al futuro precio de los nuevos títulos no afecta la valuación de su portafolio.

A agosto de 2004, si se comparan las rentabilidades obtenidas por Nación y por el resto de las AFJP se observa una gran disparidad producto de la pesificación de la cartera de Nación (la cual devenga tasa de rendimiento y está indexada por precios a través del CER) y del hecho de que desde agosto de 2003 una parte importante de los portafolios del resto de las AFJP permanece congelado a precios de ese mes. Estas diferencias quedan en relieve al observar que para el período agosto 2004/agosto 2003 Nación tuvo una rentabilidad del 16,5%, mientras que el resto de las AFJP sólo alcanzaron un 7,1%.

Inicialmente entonces cuesta entender por qué dadas estas diferencias, si bien se registraron importantes traspasos, éstos no fueron masivos hacia Nación AFJP. Aquí es probable que pesen varios factores. En primer lugar fallas en la información de los individuos, a lo que se suma incertidumbre sobre el proceso de reestructuración, y dudas con respecto a la salud de la cartera de inversiones de las distintas administradoras.<sup>1</sup> Sin esas fallas de mercado, quizás el sistema hubiera tendido rápidamente a tener solamente una AFJP: la estatal.

La actual diferencia en rentabilidades sin embargo se vuelve incierta a medida que se aproxima el momento de reestructuración, y por tanto disminuye el incentivo para el traspaso hacia Nación AFJP. Si bien persiste aún la diferencia en criterios de valuación (posiciones congeladas de bonos en el resto de las AFJP frente a bonos que devengan tasa y CER en Nación), la inminencia de la reestructuración de la deuda y el hecho de que los traspasos pueden tomar algunos meses (entre dos y tres en promedio), hace que la per-

sona que se traspase corra el riesgo de sufrir el ajuste de valuaciones que genere la reestructuración y que sus fondos lleguen a Nación después del cambio en la valuación del fondo. Como los traspasos se hacen en dinero en efectivo, los afiliados entrantes a la AFJP estatal proporcionarían la liquidez necesaria para financiar el traspaso de los salientes, es decir aquellos que se traspasaron a Nación con fines especulativos para eludir los efectos de la reestructuración.

Además, a mediano plazo Nación AFJP puede enfrentar dos problemas adicionales. Por una parte se queda con una cartera de bonos que mayormente no cotizan en ningún mercado (que podría experimentar una sobrevaluación potencial), y con una cartera con bonos de más próximo vencimiento (y menor “*duration*”), que por ende reacciona menos a variaciones de tasas de rendimiento de mercado. El resto de las AFJP podría recuperar parte de su cuota si el mercado sube posteriormente a la reestructuración y la Argentina logra reducir los niveles de *spread* sobre los bonos americanos que actualmente se observan, al tiempo que Nación mantiene niveles predeterminados de devengamiento de tasa para una importante porción de su cartera.

El cuadro 10 muestra que una suba del mercado que implique un 1% de reducción en el rendimiento del Cuasipar puede producir una suba del bono de aproximadamente un 19%.

Cuando se observan los cuadros 1 y 5, se ve que los préstamos garantizados se dividen en PG y PG decreto 530. Estos últimos son los que a partir de agosto de 2003 quedaron con su precio congelado. Los primeros son los que efectivamente quedaron pesificados (y que mayormente pertenecen a Nación AFJP).

A modo de conclusión, el precio promedio al cual ingresen los futuros títulos producto del canje de deuda determinará la tasa de devengamiento futura de los fondos de jubilaciones y pensiones. Mantener la sobrevaluación actual para limitar efectos en cuota reducirá la tasa futura de devengamiento de los fondos. Reducir esa sobrevaluación registrando algún impacto en la cuota en forma inmediata con posterioridad a la reestructuración implicaría aumentar esa tasa futura. Ciertamente, más allá del criterio que finalmente se imponga desde la Superintendencia de AFJP, la tasa de rentabilidad de los fondos de pensión se va a recuperar de los niveles actuales, pudiendo elevarse en escenarios conservadores a tasas del 10% anual o superiores, dado que es de presumir que la economía argentina mantendrá una alta tasa de interés (tanto por riesgo como por oportunidades de crecimiento) por al menos toda una década.

El criterio que finalmente se aplique de valuación podrá hacer que la reestructuración sea más o menos onerosa para los que están próximos a su retiro, y que se decida repartir o no los costos con las generaciones más jóvenes. En cualquier caso resulta esencial la definición que se adopte en dos dimensiones que pueden amortiguar o no los efectos de la reestructuración de deuda sobre el valor inmediato de los fondos:

- En primer lugar, los aspectos propiamente relacionados con los criterios de valuación que se apliquen, esenciales por su impacto sobre las fluc-

tuaciones del valor cuota y la evolución intertemporal del impacto de la reestructuración.

- En segundo lugar, cualquier mejora que se introduzca sobre las condiciones del canje, en materia de plazos, periodos de capitalización de intereses, tasas y demás características de los bonos ofrecidos, que incremente su valor, reduciendo la quita sobre los fondos acumulados.

## NOTA

1. Nación tiene algunos límites específicos de inversión diferentes, como la obligación de invertir en economías regionales un mínimo de un 20% de su portafolio.

---

## **Capítulo 4**

# **UN DIAGNÓSTICO DE LOS ASPECTOS CRÍTICOS DE LA REFORMA PREVISIONAL<sup>1</sup>**

En este capítulo y en el siguiente se evalúan tres aspectos centrales y polémicos de la reforma pevisional llevada a cabo en 1994 en la Argentina, en el marco de un análisis general de los resultados de reformas similares en los años 1980 y 1990 en otros países de América latina. Estos aspectos son: a) el nivel de las comisiones de las AFJP; b) la cobertura del sistema, y c) su solidez frente a actos confiscatorios por parte del poder político.

Las conclusiones y recomendaciones emergentes de este análisis, consistentes con la información disponible aunque no confirmadas de forma robusta económicamente por las limitaciones de la muestra, son las siguientes:

- a) El nivel de las comisiones de las AFJP en la Argentina, es al presente, estándar respecto de lo observado en los regímenes de capitalización vigentes en la región, ya que la comparación apropiada requiere analizar las comisiones netas del seguro como porcentaje del salario sujeto a aportes.
- b) La reducción de las comisiones debe procurarse a través de una mayor –y no menor– facilidad de realizar traspasos entre AFJP (prescindiendo incluso de utilizar promotores de la AFJP de destino, trámites físicos, etc.), la mayor facilidad de comparación entre las distintas alternativas (regulando estructuras tarifarias unidimensionales para su más clara evaluación), y la maximización de la cantidad de alternativas de fondos disponibles. En efecto, la evidencia preliminar indica que las comisiones son mayores cuando los traspasos son más problemáticos y cuando las comisiones son menos comparables.
- c) La cobertura del sistema previsional después de la reforma es efectivamente baja, aunque no tanto como típicamente se esgrime ya que la medida relevante no es la relación entre aportantes y afiliados al régimen de capitalización, sino la relación entre aportantes a todo el sistema previsional (de capitalización y de reparto cuando ambos coexisten) y el universo de potenciales aportantes (mejor aproximado por la población económicamente activa no pobre).

- d) Sin embargo, contrario a lo esgrimido frecuentemente, no se nota una tendencia general al agravamiento de la deficiencia de cobertura luego de la introducción de regímenes de capitalización, siendo además tales problemas (conceptualmente) explicables en función de mayores exigencias y discontinuidades para acceder a beneficios previsionales después de la reforma, elevada (y a veces creciente) presión impositiva sobre el trabajo formal, baja cobertura inicial, y la situación económica general (incluyendo desempleo, pobreza e importancia de la población rural).
- e) Si se tomara la relación aportantes frente a afiliados, las situaciones relativas del régimen de reparto y el de capitalización en la Argentina llevarían a inferir que la cobertura previsional después de la reforma sería aún menor si sólo estuviese vigente el primero: la relación aportantes/afiliados cayó mucho más, y es más baja, en el régimen de reparto que en el de capitalización.
- f) El sistema previsional después de la reforma no es inmune ante actos oportunistas del gobierno, particularmente cuando las carteras de las AFP tienen títulos de deuda pública, pero –según se desprende el caso argentino, donde tal riesgo se materializó desde la segunda mitad del año 2001, con el default de la deuda pública en cartera de las AFJP mediante– aun así la rentabilidad de los fondos de pensión es superior al valor inicialmente estimado al diseñar el sistema.
- g) Por otra parte, observando el caso de Argentina, quienes están en el sistema de reparto también se ven perjudicados con una reducción de sus beneficios previsionales (en este caso debido a la reducción no transitoria del salario real de los afiliados aportantes después del default de la deuda pública, base para el cómputo de sus beneficios), reduciéndose la diferencia entre los beneficios esperables de ambos regímenes pero sin aproximarse a una reversión (esto es, proyectando la misma situación promedio del pasado hacia el futuro, quienes al cabo de treinta o treinta y cinco años de aportes se jubilen en el régimen de capitalización obtendrán beneficios sustancialmente mayores que si hubiesen aportado al régimen de reparto). Vale decir, la introducción de un régimen de capitalización, al menos según se desprende de la experiencia argentina reciente, no elimina el riesgo de expropiación de los aportes previsionales, pero aun cuando tal expropiación se lleva a cabo, otorga mejores beneficios previsionales que en los sistemas de reparto.

En síntesis, los resultados y la lectura de los motivos detrás de aquellos contenidos en este capítulo contrastan en varios casos con algunos de los diagnósticos salientes de trabajos recientes, algunos de ellos elaborados por el Banco Mundial, y en buena medida también, por lo tanto, conducen a prescripciones distintas de cara al futuro.

#### 4.1. INTRODUCCIÓN

Tanto en América latina como en otras partes del mundo, la salud de los sistemas previsionales del siglo XX fue deteriorándose a lo largo del tiempo, pasando de posiciones superavitarias iniciales (cuando nacen los sistemas, dado el reducido número de beneficiarios) a posiciones deficitarias al madurar esos sistemas, según fuesen las bondades de la estructura de beneficios diseñada, los requisitos de aportes, la eficiencia con que se administraron los superávits iniciales, la evolución demográfica, etc. Ante esta situación de desequilibrio, hacia fines del siglo XX (siendo Chile el país pionero en 1981), varios países encararon reformas estructurales de sus sistemas previsionales, que incluyeron cambios en los requisitos de aportes (edades y años) y en la definición de beneficios (vínculo con aportes, etc.), juntamente con importantes modificaciones en la administración de esos sistemas, incluyendo la capitalización individual de aportes previsionales con distinto alcance.

En efecto, varias reformas previsionales en América latina durante los últimos veinte años introdujeron regímenes de capitalización y competencia entre prestadores privados en función de distintos objetivos y expectativas/promesas macroeconómicas (reducción de déficit fiscal, contribución al ahorro privado, profundización del mercado de capitales, etc.) y microeconómicas (mayores beneficios previsionales como consecuencia de una mejor selección de la cartera de inversiones debido a la competencia entre prestadores alternativos, mayor cobertura espontánea en función de la mayor correspondencia entre aportes y beneficios individuales, etc.).

La discusión/debate sobre las ventajas de los esquemas de capitalización y competencia con aportes definidos y prestaciones indefinidas *vis-à-vis* la administración central de esquemas de reparto (llamados generalmente también “*pay-as-you-go*” [PAYG]) con prestaciones definidas continúa vigente actualmente en América latina, a pesar de que más de la mitad de los países de la región ha encarado reformas de este tipo. El debate está centrado en las consecuencias macro y micro de esas reformas. Entre las últimas, se cuestiona centralmente lo siguiente:

- a) El alto costo administrativo de las administradoras de pensiones (AFP),<sup>2</sup> atribuido en general a un “exceso” de gasto comercial (y promocional) al que “obliga” la posibilidad que tienen los afiliados de realizar traspasos entre AFP varias veces al año y a veces también explicado por la rigidez tarifaria (“no discriminación”) típicamente vigente en las regulaciones aplicables a las administradoras.
- b) Insuficiente cobertura previsional, a veces identificada a partir de una baja y decreciente relación entre aportantes (o cotizantes) y afiliados.
- c) La fragilidad del sistema ante acciones oportunistas del Estado que tienen consecuencias confiscatorias sobre los ahorros privados, en particular como consecuencia del alto peso que los títulos de la deuda pública tienen sobre las carteras de inversión de las AFP en varios países de la región (y a la luz del *default* sobre la deuda pública declarado por la Argentina a fines de 2001).

El objetivo de los dos capítulos es revisar la validez empírica de estas críticas, y además explicar los éxitos y fracasos relativos de cada reforma según fuesen aspectos de diseño competitivo y regulatorio, por un lado, y de contexto económico y social, por el otro, proponiendo un diagnóstico distinto sobre virtudes y defectos de las reformas, así como también correcciones de naturaleza distinta a las frecuentemente observadas en esta materia.

La organización del presente capítulo es la siguiente. En la sección 1 se presentan las hipótesis de trabajo con las cuales se analizará la experiencia de las reformas previsionales llevadas a cabo en América latina hasta fines de la década de 1990. En la sección 2 se describe la información cualitativa más relevante sobre cada una de esas reformas, identificando las consecuencias en los distintos desempeños que en cada caso cabe esperar según las hipótesis planteadas en la sección previa. En la sección 3 se presenta y analiza la información cuantitativa (o desempeño) de cada una de esas reformas, identificando preliminarmente la compatibilidad de esos desempeños con las hipótesis iniciales. En la sección 4 se incluye un análisis econométrico exploratorio, en el cual se evalúa la evidencia disponible y la posibilidad de sustentar distintas hipótesis, aportando reflexiones metodológicas para evaluaciones futuras (propias o de terceros) que dispongan de una base de datos más amplia que la incluida en este capítulo.

## 4.2. HIPÓTESIS DE TRABAJO

Tal como es propio del análisis de reformas en distintas áreas de la política pública, la evaluación de los resultados alcanzados requiere sumo cuidado en seleccionar las variables correctas para reflejarlos en términos absolutos, y la correcta descripción de los detalles de sus diseños y contextos de aplicación para comprender los motivos de esos resultados.

En este capítulo se realizan distintos aportes que abarcan tanto la medición como la interpretación de algunos resultados centrales atribuidos a las reformas previsionales que introdujeron nuevos regímenes de capitalización, utilizando a tal fin la información disponible en América latina. Varios observadores y estudios sectoriales, con sus distintos matices, han contribuido a conformar un diagnóstico de las reformas previsionales particularmente crítico en las siguientes dimensiones: a) el elevado nivel de las comisiones de las AFP (esto es, el elevado costo administrativo del régimen de capitalización); b) la reducida y decreciente cobertura previsional después de la reforma, y c) la debilidad de los regímenes de capitalización para aislarse del riesgo político de oportunismo y confiscación de los ahorros por parte del Estado.

En materia de medición, en este capítulo se argumenta que tales diagnósticos están frecuentemente basados en el cómputo del costo administrativo de las AFP en unidades no relevantes, y perdiendo de vista sus elementos no despreciables, mientras que también tales errores son cometidos al considerar el nivel y evolución de la cobertura de los sistemas luego de sus reformas.



En materia de interpretación, se argumenta aquí que –salvo excepciones– los vacíos analíticos detrás de esos diagnósticos son todavía más graves. En particular, en materia de comisiones la caracterización de sus determinantes no es clara ni sustentada en la evidencia disponible (de forma tal que corresponde primero evaluar cómo dependen de la facilidad de realizar traspasos y de la visibilidad y homogeneidad de la estructura regulada de tales comisiones), mientras que en materia de cobertura no hay mención a los problemas de correspondencia efectiva entre aportes y beneficios previsionales antes y después de las reformas (dejando de lado modificaciones de la presión impositiva sobre el empleo formal, mayores exigencias para acceder a beneficios previsionales, garantías de prestaciones mínimas, etc., con distinta relevancia según sea la relación con el salario medio de la economía, la expectativa de vida, etc.). También, en lo que hace a la capacidad de evitar confiscaciones tácitas y oportunistas de los ahorros previsionales por parte del Estado, la correcta interpretación de la reciente experiencia argentina permite pontificar la eficacia relativa del régimen de capitalización *vis-à-vis* el régimen de reparto y la experiencia histórica previa.

Concretamente, entonces, las hipótesis iniciales que motivan el análisis de las reformas previsionales llevadas a cabo en América latina hasta fines de la década pasada, en varios casos consistentes con la evidencia empírica analizada en las secciones siguientes según se anticipa aquí, son las siguientes:

- i) El costo administrativo del régimen de capitalización no es alto comparado con el costo administrativo correctamente medido del régimen de reparto (esto es, computando cuál es el beneficio que corresponde a un mismo patrón de aportes, dejando de lado redistribuciones políticamente decididas en alguno de estos regímenes). Por otra parte, ese costo de administración –por razones discutidas más adelante– tiende a caer al madurar la reforma, lo cual implica que su evaluación final no puede basarse en los valores correspondientes a los primeros años posteriores a la reforma.
- ii) De todas formas, el costo de administración de las AFP en América latina podría ser menor, y las adaptaciones regulatorias deben propender a ello (en tanto no implica sacrificar eficiencia competitiva al menos), para lo cual es central evaluar previamente cómo la regulación de la competencia afecta las comisiones de equilibrio y el grado general de competencia entre AFP. Según se argumenta aquí, de manera consistente con la evidencia disponible en la región, las menores comisiones están asociadas con regulaciones que facilitan la comparación de precios y no segmentan el mercado según los ingresos de los aportantes (evitando distintas combinaciones de cargos fijos y variables sobre el salario, o múltiples cargos variables sobre salarios, fondos acumulados, rentabilidad, etc.), y la facilidad efectiva de realizar traspasos. La multiplicidad de fondos por cada AFP tiene el mismo efecto esperado, aunque no se exploró la evidencia al respecto.
- iii) La reducción de las comisiones en el tiempo, verificada según la evidencia empírica disponible (particularmente si no se consideran los años in-

mediatos al lanzamiento del nuevo sistema), es consistente con la amortización de costos de lanzamiento de los nuevos sistemas, el aprendizaje de las AFP, y el aprovechamiento de significativas economías de escala al crecer el mercado y reducirse el número de AFP vía fusiones (sin que ello convalide una concentración extrema, como la verificada en un par de experiencias en la región).

- iv) Las restricciones a la concentración (como en México, donde una AFP no puede tener más del 20% del mercado desde 2001 –17% hasta entonces–) o los topes de precios (como en Colombia, fijados en un máximo del 3,5% del salario sujeto a aportes) no están asociadas con menores comisiones (en el primer caso posiblemente porque desincentivan la competencia de quienes alcanzan el límite de tamaño fijado y evitan aprovechar economías de escala, y en el segundo caso porque tal regulación podría no ser operativa –“binding”– o incluso podría contribuir a la colusión entre las AFP, proveyendo un claro “punto focal” en el cual coordinar los precios).
- v) La cobertura previsional ha sido insuficiente en general, pero el resultado ha sido frecuentemente exagerado (cuando se basa en la relación aportantes/afiliados al régimen de capitalización sin contemplar el posible sesgo de este denominador, o cuando se hace sobre la base de la población económicamente activa pero no se corrige por el desempleo, la pobreza o el porcentaje de población rural, ni se toma en cuenta el punto de partida o la coexistencia de regímenes alternativos con aportantes activos después de la reforma), pero no es –en términos generales– peor que antes de la reforma. Por otra parte, al menos conceptualmente (ya que esta hipótesis no pudo examinarse empíricamente aquí), los retrocesos puntuales podrían obedecer a mayores exigencias y no linealidades impuestas juntamente con las reformas (que reducen la correspondencia efectiva entre aportes y beneficios, particularmente en un contexto económico incierto en el cual los afiliados al sistema no creen poder completar los años de aportes requeridos para acceder a los beneficios previsionales definidos), incluyendo a menudo una mayor carga impositiva después de la reforma.
- vi) Concretamente, por un lado, la cobertura debe medirse como la relación entre aportantes efectivos y la fuerza laboral ocupada (PEA corregida por desempleo), tomando en cuenta el porcentaje de la población por debajo de la línea de la pobreza (de quienes no debería razonablemente esperarse una actitud de ahorro voluntario para la vejez), ya que la relación aportantes/afiliados al régimen de capitalización puede ser poco representativa si los afiliados se sobreestiman de manera creciente en el tiempo (tal como parece ser el caso en Chile por ejemplo, donde –de manera creciente– hay más afiliados que población económicamente activa, posiblemente porque existan aportes voluntarios a distintas AFP por parte del mismo individuo, además de las demoras en contabilizar afiliados emigrantes de las AFP, por la existencia de entrantes temporales al mercado de trabajo, etc.). Por otro lado, la correspondencia del régimen de capitalización no debe medirse sólo en el hecho de que las cuentas son

individuales y los beneficios recibidos por los aportes destinados a esas cuentas están correctamente relacionados en el caso de completar los requisitos para tales beneficios, sino también en la existencia de beneficios atados de pilares redistributivos (PBU en la Argentina, por ejemplo, o pensiones mínimas garantizadas en muchos otros casos), financiados con aportes patronales que no se destinan a las cuentas individuales (y en términos de incidencia, lo relevante como imposición al trabajo es la suma entre aportes patronales y personales que no se destina a la cuenta individual –la carga impositiva sobre el empleo formal–), y en la existencia de requisitos exigentes para acceder a beneficios que los aportantes creen no podrán completar (por ejemplo, contar con treinta años de aportes o una edad mínima para iniciar el retiro de fondos, sin la posibilidad de retiros anticipados parciales, frente a una correspondencia plena entre aportes y beneficios independientemente del número de años aportados más allá de un mínimo alcanzable fácilmente aun en un contexto de elevado desempleo).

- vii) Observando la evolución de la relación aportantes/afiliados en la Argentina (cuadro 1), podría inferirse (tentativamente al menos) que la mejor correspondencia entre aportes y beneficios en el régimen de capitalización (*vis-à-vis* el régimen de reparto) ha atenuado la caída de la cobertura

CUADRO 1  
RELACIÓN AFILIADOS/APORTANTES, ARGENTINA, 1994-2004

Año	Total %	Por régimen jubilatorio	
		Reparto %	Capitalización %
1994	73,1	90,5	55,1
1995	61,5	69,9	53,4
1996	58,4	64,1	54,0
1997	57,1	56,4	56,3
1998	53,4	51,0	53,1
1999	49,5	46,5	49,6
2000	44,0	38,2	44,5
2001	40,5	33,6	41,3
2002	36,0	28,9	37,1
2003	38,3	29,9	39,4
2004	38,6	29,6	39,9

Fuente: FIEL, sobre la base de ANSES.

ra previsional después de la reforma, explicable a partir de la mayor presión impositiva efectiva sobre el empleo y las más estrictas condiciones para acceder a beneficios previsionales después de 1994. En efecto, si bien la disminución de esta relación a lo largo del tiempo se debe a que en la categoría de afiliados hay individuos que en algún momento ingresaron al sistema pero posteriormente dejaron de realizar aportes por diferentes motivos (por ejemplo, porque quedaron desocupados, emigraron, pasaron a ocupaciones informales u ocupaciones sin obligación de realizar aportes –pasantías–, o simplemente se retiraron del mercado laboral), sólo algunos de los cuales obedecen a una decisión voluntaria de evitar realizar los aportes previsionales, debe notarse que la caída en esa relación fue particularmente mayor en el caso de los afiliados al régimen de reparto que para los afiliados al régimen de capitalización.

- viii) La debilidad política de los regímenes de capitalización para resistir a confiscaciones oportunistas del poder político (luego por ejemplo de tener una posición central en las carteras de inversiones de las AFP), tal cual se ha interpretado hasta ahora la experiencia reciente de la Argentina (*default* de la deuda pública a fines de 2001 incluido), también debe ser analizada en un contexto más amplio, teniendo en cuenta que el ahorro previsional en su conjunto no contenía una promesa de rendimiento en dólares, sino sólo una promesa implícita de rendimiento en términos reales (ya que la garantía de cada AFJP –salvo la AFJP Nación, de propiedad pública, que incluyó una garantía de rentabilidad mínima anual del 4%– se limitó a una rentabilidad mínima vinculada a la rentabilidad promedio del sistema, siendo “la promesa no escrita pero publicitada” que el haber previsional de un jubilado del nuevo régimen de capitalización que aportara al nuevo sistema durante toda su vida laboral activa sería superior al que ese mismo jubilado accedería en caso de elegir el régimen de reparto).
- ix) Por un lado, no caben dudas de que una fuerte posición en títulos de la deuda pública, con regulaciones estrictas que limitan la diversificación de la cartera con activos relativamente más seguros (en el exterior), facilita el financiamiento de déficit presupuestarios del gobierno nacional y podría llevar a comportamientos irresponsables que a futuro impongan una fuerte reducción del valor efectivo de esas colocaciones (ya sea que se las registre a valor de mercado durante su maduración, o que se reconozca un menor valor presente luego de una renegociación después del *default* –cualquiera sea la modificación formalmente acordada, esto es, una quita nominal, una reducción del interés o un estiramiento de plazos–).
- x) Pero, por otro lado, corresponde notar que en lo que respecta al caso argentino, la reducción (o sinceramiento) del valor de los títulos públicos en manos de las AFJP ha significado, en el peor de los casos, una leve “expropiación” temporalmente acotada, en términos de dólares, a una parte (aunque significativa) de la cartera de las AFP, sin que ello significara:
  - a) Un beneficio previsional menor al correspondiente a un aportante al régimen de reparto, ni

- b) Una rentabilidad real negativa o siquiera insuficiente sobre el conjunto de las inversiones de las AFP.
- xi) En ese sentido, aun cuando pueden analizarse alternativas de reformas que mejoren la alineación de objetivos entre las AFP y afiliados frente a estas potenciales expropiaciones (entre ellas, centralmente, la reducción del porcentaje de su cartera que pueden tener en forma de títulos de la deuda pública), tal evaluación no debe perder de vista los *trade-offs* implicados (por ejemplo, la reducción en la movilidad y por ende competencia por precio que implicaría establecer regulatoriamente que las comisiones se determinen como porcentajes de los fondos acumulados –debido a la falta de correspondencia que tal estructura tarifaria tendría con la estructura de costos de las AFP según se señala más adelante–, para así incrementar el interés de las AFP a no aceptar reducciones de estos últimos).
- xii) Finalmente, es importante destacar algunos aspectos instrumentales necesarios para la comprensión del mercado de AFP y la evaluación de alternativas de reformas previsionales:
  - a) La inconsistencia entre esquemas que permiten la movilidad/traspasos entre AFP (sin permitir compromisos de permanencia mínimos) y la aplicación de comisiones sobre el fondo acumulado. Como se demuestra en el anexo sobre la base de la evidencia de las AFJP en la Argentina, los costos de las AFP están mucho más alineados con la cantidad de afiliados (o aportantes según sean las obligaciones de información a que estén regulatoriamente expuestas las administradoras) que con el monto de fondos administrados (ya que la administración de una cartera de inversiones constituye básicamente un costo fijo e independiente del número de afiliados o incluso del monto agregado de tales fondos). En consecuencia, una regulación que organice la competencia entre AFP sobre la base de comisiones sobre los fondos acumulados (crecientes en el tiempo) implicaría un fuerte desequilibrio temporal entre ingresos (crecientes) y costos (constantes), lo cual debería reflejarse en comisiones sobre fondos fuertemente decrecientes en el tiempo (aunque partiendo de valores iniciales muy elevados), o restricciones a la movilidad entre AFP para así permitir que un mismo afiliado realice suficientes aportes a la misma AFP para igualar el costo que implicó su atención. Por otra parte, en este último caso, resulta claro que, en un contexto donde no es posible cobrar comisiones porcentuales diferenciales según sean los montos aportados o el stock acumulado del fondo individual, los afiliados atractivos para una AFP serán sólo aquellos con varios años de aportes acumulados, lo cual reduciría la competencia inicial en el sistema (porque las AFP deberían anticipar fondos propios a recuperar sólo varios años después) y por su intermedio también la posterior competencia frente a una estructura de mercado ya madura (debiendo enfrentar tardíamente los que ingresan costos de entrada ya incurridos por las administradoras pioneras).
  - b) El determinante central (o *driver*) de los costos de las AFP es el salario promedio de la economía, y por ende la comparación de comisio-

nes entre AFP (en el tiempo y entre países) debe realizarse midiendo la comisión como porcentaje del salario sujeto a aportes, cualquiera sea la tasa de aportes regulada. En efecto, tomando el conjunto de AFP de un país, la forma de neutralizar diferencias del tipo de cambio real o de poder adquisitivo en el tiempo consiste en observar cómo evoluciona el precio enfrentado por los afiliados en concepto de administración –comisiones– en relación con el costo de tal servicio, sintetizado por el salario promedio de la economía. Esto no implica que la estructura de costos de las AFP no presente economías de escala de distinta naturaleza (particularmente, como se demuestra en el anexo, respecto del número total de afiliados), sino que tal estructura de costos toma valores absolutos en función del salario promedio de la economía, sin que ello dependa de cuánto aporte cada afiliado (ya que el costo de administrar un fondo mayor no es particularmente distinto al de operar un fondo menor).<sup>3</sup>

- c) La relevancia frente a la claridad de la comisión expresada como porcentaje de los salarios o de los aportes. Por lo señalado en el punto anterior, la primera opción es la más relevante económicamente, porque los costos de las AFP están mejor reflejados por los salarios que por lo que administrativamente se decida debe ser el porcentaje de aportes, pero hace menos visible las diferencias entre las comisiones de las AFP. En efecto, la visibilidad de una diferencia entre comisiones del 2 y 2,5% del salario sujeto a aporte es baja comparada con una diferencia de entre el 20 y el 25% del aporte realizado (a pesar de que las diferencias absolutas son las mismas cuando la tasa de contribución personal es del 10% del salario sujeto a aporte), pero no es cierto que un sistema en el cual el costo administrativo es el 30% del aporte sea “más caro” (o pueda inferirse un posible exceso de precio de intermediación) que un sistema cuyo costo administrativo es el 20% del aporte pero ese aporte duplica porcentualmente la tasa de aporte del primero (10% frente a 5%, por ejemplo), ya que en el primer caso la comisión representa un 1,5% (30% del 5%) del salario sujeto a aporte, y en el segundo caso representa un 2% (20% del 10%) del salario sujeto a aporte.
- d) El carácter regresivo de las comisiones de las AFP cuando existen cargos fijos. Este atributo, criticado en varios países y en particular esgrimido repetidamente como evidencia de un trato discriminatorio contra los aportantes de menores ingresos, en realidad ayuda a reflejar mejor los costos que efectivamente deben incurrirse al administrar fondos previsionales, ya que parte del costo de atención de cada afiliado es independiente del monto aportado (o del salario sujeto a aportes del afiliado individualmente considerado), de forma tal que la prohibición de cobrar cargos fijos es la verdadera discriminación (forzando distintos precios absolutos –al subsistir sólo un cargo porcentual sobre el salario, por ejemplo– por un servicio de igual costo). Por otra parte, ello tiene consecuencias sobre la dimensión en la cual compiten las AFP, ya que al estar obligadas a administrar subsidios

cruzados por la rígida estructura tarifaria impuesta, deben ofrecer ventajas no pecuniarias específicamente dirigidas al conjunto de afiliados más atractivos –esto es, los de mayores aportes. En ese sentido, tal como ya fue propuesto anteriormente (FIEL, 1998; Urbiztondo, 1999), la comisión fija no debería ser prohibida, sino que debería ser fijada regulatoriamente en un único valor positivo (para que las AFP compitan por precio en una única dimensión, ya que ello facilita la comparación de precios y por ende la competencia vía menores comisiones). La “progresividad” de la prestación previsional no debe procurarse por medio de subsidios implícitos, sino que eventualmente debe atenderse por medio de subsidios explícitos que no distorsionen la competencia (por ejemplo, incluyendo que una fracción de los aportes personales o patronales, girados a las AFP, se destine a subsidiar los cargos fijos de los aportantes cuyos ingresos estén por debajo de la línea de la pobreza, compensando entre AFP las diferencias que hubiera según fuesen los montos recaudados inicialmente y los subsidios por aplicar por cada una según sea la cantidad de aportantes pobres).

Tomando las reformas de América latina en su conjunto, existen a su vez características comunes entre ellas que son relevantes para realizar comparaciones con esquemas de ahorro previsional alternativos (como por ejemplo el vigente en Suecia, cuyos rasgos salientes –respecto del anonimato de los aportantes a cada fondo, la facilidad extrema para realizar traspasos vía la administración central de éstos por un organismo público, y la ausencia de restricciones a la entrada para entidades financieras, ni garantías de rendimiento, etc.– son destacables; véase Palmer, 2000):

- a) Todas las AFP deben tener un único objeto social o actividad, lo cual implica una restricción al ingreso de nuevos operadores del sistema financiero, indeseable en pos de lograr mayor desafiabilidad del mercado (particularmente relevante en los países con mercados pequeños y muy concentrados).
- b) Los traspasos deben ser informados por el afiliado a las AFP, y no son automáticos (hay distinto tipo de dificultades o requisitos de preaviso, pero su administración es descentralizada y nominada –facilitando y por ende induciendo el mayor esfuerzo de promoción comercial por parte de las AFP, lo cual indirectamente reduce la importancia –relativa– de la competencia por medio de menores comisiones).

#### **4.3. REFORMAS PREVISIONALES EN AMÉRICA LATINA: BREVE DESCRIPCIÓN Y CONSECUENCIAS ESPERADAS**

La evidencia recolectada en este capítulo incluye ocho países de América latina, siete de los cuales realizaron reformas previsionales durante la década de 1990 (Perú, Colombia, Argentina, Uruguay, Bolivia, México y El Salva-

dor), inspirados en mayor o menor grado por la reforma del “pionero” (Chile), implementada a principios de los ochenta. En los últimos tres años también hubo reformas previsionales que incluyeron regímenes de capitalización en Costa Rica (2001), Ecuador (2003), República Dominicana (implementada gradualmente entre 2003 y 2005) y Nicaragua (2004), pero no serán analizadas aquí debido a que los resultados de sus desempeños son muy preliminares o aún indefinidos (fundamentalmente, por corresponder al nacimiento de cada sistema).

Los cuadros siguientes incluyen, para cada país analizado (en orden cronológico de reforma), la siguiente información cualitativa:<sup>4</sup>

- 1) Años de vigencia del régimen de capitalización.
- 2) Cobertura antes de la reforma e incidencia de la pobreza.
- 3) Síntesis de pilares existentes (capitalización, reparto, mixto, etc., notando obligaciones “solidarias” o redistributivas).
- 4) Estructura de las comisiones: comisión fija (expresada como porcentaje del aporte promedio); porcentaje de la comisión sobre el aporte; porcentaje de la comisión sobre el fondo; porcentaje de la comisión sobre el rendimiento del fondo, etc.
- 5) Regulación laboral (porcentaje de aportes personales y patronales sobre el salario; topes, etc.).
- 6) Facilidad de traspasos (número permitido; mecanismo, restricciones o costos).
- 7) Restricciones para acceder a beneficios derivados de aportes realizados (años mínimos de aportes, antes y después de la reforma), y vínculo de estas restricciones con acceso a beneficios del régimen de reparto (si existiera, notando; restricción parcial con cantidad de pilares de la reforma, mixta o pura).
- 8) Restricciones sobre el tamaño de AFP, o sobre el nivel de comisiones.
- 9) Responsabilidad de recaudación de aportes (AFP o el Estado).
- 10) Regulaciones sobre régimen de capitalización (garantía de rentabilidad mínima; encajes; multiplicidad de fondos por cada AFP; composición de la cartera de inversiones, etc.).
- 11) Cantidad de aportantes al sistema en el año 2003.

A partir de las mismas, en cada cuadro se interpreta preliminarmente cada situación particular en términos de las hipótesis planteadas en la sección 3 sobre el nivel y la evolución de las comisiones, el grado de cobertura y los incentivos esperables conforme a las reglas del nuevo sistema, etc.

El sistema previsional chileno permite esperar un nivel de comisiones intermedio (es un sistema maduro y de tamaño razonable, lo cual llevaría a menores comisiones por aprovechamiento de economías de escala y amortización de costos de lanzamiento, pero desde 1997 se dificultaron los traspasos y la estructura de comisiones no es homogénea, lo cual dificulta la competencia por menores precios), y un adecuado nivel de cobertura (si bien no es obligatorio para los trabajadores independientes o autónomos, el acceso a



**CUADRO 2**  
**CHILE (REFORMA PREVISIONAL EN 1981)**

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Veintitrés
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1980): el 64% de población activa aportante. Pobreza (2000): el 21% de la población total; cuentapropismo urbano: 15%. Esperanza de vida al nacer: setenta y seis años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	Nuevo sistema previsional que sustituye al anterior. Contiene un único pilar de capitalización, con pensión mínima garantizada y asistencia social, obligatorio para todos los trabajadores en relación de dependencia (aportes al sistema anterior reconocidos por medio de un bono).
4. Estructura de las comisiones	Hasta 1987, comisión fija, porcentaje sobre aportes y porcentaje sobre el fondo; desde 1988, sólo porcentaje sobre aportes y fija (la comisión fija había tendido a desaparecer en 1996, pero se recuperó desde 1997); no se permiten bonificaciones por permanencia.
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Aporte personal y patronal conjunto prerreforma: 19%. Después de la reforma, aportes personales a fondo capitalización del 10% más comisión bruta; aportes para asistencia social de rentas generales; total de aportes sociales sobre el salario: 21-29%.
6. Facilidad de traspasos	Formalmente sin restricciones (hasta tres traspasos por año debido a requisitos administrativos), hasta 1997 sin costo alguno (firma de conformidad a promotor, sin deber recurrir a la AFP o Estado); desde noviembre de 1997, debe darse aviso previo a AFP abandonada y al empleador, con mayores requisitos formales; los aportes voluntarios y depósitos convenidos pueden realizarse a más de una AFP (lo cual explica que el número de afiliados al sistema supere a la población económicamente activa).
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	El número de años de cotización mínima antes de la reforma variaba según los programas; luego de la reforma no se requiere número mínimo de años de cotización ni edad, sino alcanzar un monto determinado en la cuenta individual (beneficio de al menos el 50% del salario real promedio de los últimos diez años, y 10% superior a la pensión mínima garantizada por el Estado); los aportes voluntarios son de libre disponibilidad (hasta cuatro retiros por año).
8. Regulación del tamaño de la AFP	Ninguna (legislación general antitrust).
9. Responsable de recaudar aportes	Cada AFP.

CUADRO 2 (cont.)

10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	Hay garantía de rentabilidad (no inferior en 2% a la rentabilidad promedio del sistema durante doce meses previos), vía encaje del 1% del fondo total administrado. Inicialmente cada AFP tenía un único fondo, pero se permiten cinco fondos desde el año 2002 (mayores de cincuenta/cincuenta y cinco años no pueden elegir los fondos "A", de mayor riesgo); en el año 2000, el 35,7% de la cartera de inversiones en títulos públicos, el 35,1% en depósitos del sistema financiero doméstico, y el 10% en activos externos.
11. Número de aportantes	3,6 millones.

los beneficios es muy flexible, la cobertura inicial era elevada, la presión impositiva sobre el empleo formal es relativamente baja y no se incrementó sustancialmente después de la reforma, y la incidencia de la pobreza y el cuentapropismo es baja). La restricción de un único fondo por AFP hasta 2001, y la garantía de rentabilidad respecto del promedio del sistema también desincentivaron la competencia por diferenciación del producto, incentivando el "comportamiento manada" con carteras uniformes y rentabilidades similares (lo cual podría debilitar la sustentabilidad del sistema si la cartera estuviese muy concentrada en inversiones dentro de un sector o de títulos públicos).

El sistema previsional peruano permite esperar un nivel de comisiones relativamente elevado (es un sistema con madurez no menor, de tamaño razonable y con comisiones fácilmente comparables en una única dimensión, lo cual llevaría a comisiones razonables por relativo aprovechamiento de economías de escala, amortización de costos de lanzamiento y transparencia, pero los traspasos son costosos y desalentados, lo cual reduce el grado de competencia entre AFP), y un bajo nivel de cobertura (si bien el acceso a los beneficios del régimen de capitalización es flexible para aportantes de altos salarios, los aportes no son obligatorios para los trabajadores independientes o autónomos, la pensión mínima garantizada –relevante para una elevada proporción de los trabajadores según se infiere por el gran alcance de la pobreza y cuentapropismo– requiere veinte años de aportes –cuando antes se requerían entre trece y quince años–, y la presión impositiva sobre el empleo formal creció mucho después de la reforma –del 9 al 29%). El "comportamiento en manada" de las AFP debería ser menor que en el caso chileno porque a pesar de permitirse un único fondo por AFP, las garantías de rentabilidad son menores (aun cuando están definidas respecto del promedio del sistema).

El sistema previsional colombiano permite esperar un nivel de comisiones elevado (si bien es un sistema con madurez no menor y de tamaño razonable, sin dificultades para realizar traspasos, la regulación permite todo tipo de estructura de comisiones pero a su vez fija un tope máximo que induce a

**CUADRO 3**  
**PERÚ (REFORMA PREVISIONAL EN 1993)**

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Once
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1993): el 31% de la población activa aportante. Pobreza (2000): el 48% de la población total; cuentapropismo urbano: 38%. Esperanza de vida al nacer: setenta años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	Único pilar de capitalización, con pensión mínima garantizada (para nacidos hasta el año 1945) y asistencia social, que coexiste con el régimen paralelo de reparto alternativo (los trabajadores en relación de dependencia deben aportar obligatoriamente a alguno de ellos).
4. Estructura de las comisiones	Hasta 1996, cargo fijo y porcentaje sobre el salario sujeto a aporte; desde 1997, se suprimió el cargo fijo.
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Aporte personal y patronal conjunto antes de la reforma: 9%. Después de la reforma, aportes personales al fondo de capitalización del 8% más gastos de administración y seguro de invalidez y vida; aportes patronales para asistencia social del 1%; total de aportes sociales sobre el salario: 23%.
6. Facilidad de traspasos	Seis meses de aportes consecutivos, con trámite personal ante AFP, y cargo de US\$ 32 a la AFP abandonada (en la práctica, un traspaso máximo por año).
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Antes de la reforma, debían realizarse aportes durante trece o quince años; luego de la reforma, en el sistema de reparto se requieren veinte años de aportes y sesenta y cinco años de edad (uniforme); se permite el retiro temprano en cuenta de capitalización si el fondo permite pagar pensión de al menos el 50% del salario promedio durante los últimos diez años.
8. Regulación del tamaño de la AFP	Ninguna (legislación general antitrust).
9. Responsable de recaudar aportes	Cada AFP.
10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	Garantía de rentabilidad no menor del 3% de la rentabilidad promedio del sistema durante los doce meses previos o 25% de rentabilidad promedio (la que sea menor), con encajes de entre el 0,9 y el 1,7% según el riesgo del instrumento financiero utilizado; cada AFP administra un único fondo; en el año 2000, el 9% de la cartera de inversiones en títulos públicos, el 34% en depósitos del sistema financiero doméstico, y el 6,7% en activos externos.

CUADRO 3 (cont.)

11. Número de aportantes (2003)	1,2 millones.
---------------------------------	---------------

CUADRO 4  
COLOMBIA (REFORMA PREVISIONAL EN 1993)

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Once
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1993): el 32% de población activa aportante. Pobreza (2000): el 55% de la población total; cuenta proporción urbano: 36%. Esperanza de vida al nacer: setenta y un años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	Nuevo sistema previsional coexiste en paralelo con el sistema anterior. Único pilar de capitalización, con pensión mínima garantizada por el Estado (un salario mínimo, que se aproxima al 60% del salario promedio, vía fondo de solidaridad previsional formado con el 1% del aporte adicional de quienes perciban salarios cuatro o más veces superior al mínimo) y asistencia social; los aportes son obligatorios para todos los trabajadores ocupados.
4. Estructura de las comisiones	Pueden cobrarse cargos fijos, porcentaje sobre aportes y porcentaje sobre saldos de la cuenta, pero existe un tope global del 3,5% de la comisión bruta sobre el salario; se permiten las bonificaciones por permanencia; en la práctica, la única comisión aplicada por las AFP ha sido un porcentaje sobre el salario sujeto a aporte.
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinados)	Aporte personal y patronal conjunto antes de la reforma: 8%. Después de la reforma, aportes a fondo capitalización, por un total del 13,5% (incluyendo comisiones y seguro), recae el 25% sobre trabajador y el 75% sobre empleador; los aportes al fondo previsional se incrementarán escalonadamente hasta el 15,5% entre 2004 y 2005. Los aportes patronales para asistencia social del 1%. Total de aportes sociales sobre salario: 31%.
6. Facilidad de traspasos	Hasta dos traspasos por año, previa solicitud presentada a AFP de destino.
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Antes de la reforma, diez años de aportes; después de la reforma, régimen privado sin requisitos de edad para recibir prestación de capitalización mientras sea el 110% del salario mínimo legal y el 70% o más del ingreso base de liquidación; el beneficio de pensión mínima de vejez (igual a un salario mínimo) requiere haber cotizado durante 1.150 semanas (aproximadamente veintidós años), y edad mínima de cincuenta y siete/sesenta y dos años.

CUADRO 4 (cont.)

8. Regulación del tamaño de la AFP o comisiones máximas	El capital de una AFP no puede superar en diez veces el mínimo exigido (para evitar concentración económica); la comisión máxima bruta regulada del 3,5% sobre el salario (operativa, posible colusión –consistente con “coordinación” en la estructura de las comisiones –sólo porcentaje sobre el salario a pesar de total libertad...).
9. Responsable de recaudar aportes	Cada AFP.
10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	Rentabilidad mínima garantizada por AFP (nivel definido por Superintendencia Bancaria según promedio de rentabilidad del mercado y de las bolsas de valores); hasta junio de 2003 sólo se permitía un fondo por AFP; en el año 2000, el 48,8% de la cartera de inversiones en títulos públicos, y el 27,1% en depósitos del sistema financiero doméstico.
11. Número de aportantes (2003)	2,6 millones.

la cartelización, al tiempo que la restricción sobre el tamaño máximo de una AFP también favorece tal colusión al desincentivar la competencia para lograr un crecimiento relativo en el mercado, impidiendo al mismo tiempo obtener economías de escala), y un bajo nivel de cobertura (si bien la afiliación es obligatoria para todos los trabajadores y el acceso a los beneficios del régimen de capitalización es flexible para aportantes de altos salarios, la pensión mínima garantizada –relevante para una elevada proporción de los trabajadores a partir del 55% del nivel de pobreza; en particular, en 1996 el 77% de los afiliados tenía ingresos que no superaban dos salarios mínimos– requiere veintidós años de aportes –cuando antes se requerían 10 años–, y la presión impositiva sobre el empleo formal creció mucho después de la reforma, alcanzando un 31%). El “comportamiento en manada” de las AFP debería ser menor que en el caso chileno porque no sólo se considera la rentabilidad del sistema previsional sino también indicadores externos para calcular la garantía de rentabilidad mínima de cada AFP.

El sistema previsional argentino permite esperar un nivel de comisiones intermedio pero decreciente particularmente desde 2001 (es un sistema con madurez aceptable, de tamaño elevado y con facilidad de comparación de comisiones desde 2001, aunque desde 1997 se dificultaron levemente los traspasos, y en nivel de encajes es alto –el 2% de los fondos administrados), y un bajo nivel de cobertura (si bien todos los trabajadores en relación de dependencia están obligados a aportar al sistema previsional, y el acceso a los beneficios del régimen de capitalización es flexible, por el carácter mixto del sistema los aportes patronales para el régimen de reparto son obligatorios mientras el trabajador esté ocupado, y la PBU –significativa, ya que podría

**CUADRO 5**  
**ARGENTINA (REFORMA PREVISIONAL EN 1994)**

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Diez
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1994): el 50% de población activa aportante. Pobreza (2000): el 25% de la población total; cuentapropismo urbano: 18%. Esperanza de vida al nacer: setenta y cinco años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	Coexisten el sistema de reparto (modificado) y el sistema mixto, integrados. El sistema mixto incluye un pilar de capitalización (aporte personal) y un pilar de reparto (aporte patronal, que financia la res-tación básica universal (PBU), de aproximadamente \$ 200); todo trabajador empleado tiene obligación de aportar a alguno de los dos sistemas (libre opción inicial).
4. Estructura de las comisiones	Hasta 2000, comisión fija y porcentaje sobre aportes (también sobre aportes voluntarios y saldos convenidos); desde 2001, sólo porcentaje sobre aportes (o alternativas sobre aportes voluntarios adicionales).
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Aporte personal y patronal conjunto antes de la reforma: 27%. Después de la reforma, aportes personales del 11% del salario hasta 2001, reducidos al 5% en 2002 y con posterior recuperación paulatina entre 2003 y 2005; total de aportes sociales sobre el salario: 47%.
6. Facilidad de traspasos	Hasta 1997, dos traspasos por año, sin costo alguno (firma de conformidad a promotor, sin deber recurrir a la AFP o Estado); desde 1998, requisito de escribano público.
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Edad mínima de sesenta/sesenta y cinco años (mujeres/varones) y treinta años de aportes para recibir PBU; retiros parciales de cuenta de capitalización limitados por mínimo acumulado en cuenta personal (que permitan beneficio de al menos el 50% del salario promedio de cinco años previos; el salario promedio de aportantes duplica el salario medio de la economía), sin percibir PBU hasta completar los requisitos respectivos.
8. Regulación del tamaño de la AFP	Hasta 2001, ninguna (legislación general antitrust); desde diciembre de 2001, se fija tope del 27% de participación de mercado (sólo aproximada por 1 AFP).
9. Responsable de recaudar aportes	El Estado (AFIP), pero a las AFP le pagan el 0,7% de su recaudación mensual.

CUADRO 5 (cont.)

10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	Garantía de rentabilidad no menor del 2% de rentabilidad promedio del sistema durante los doce meses previos o el 70% de rentabilidad promedio (la que sea menor), con encajes del 2%; cada AFP administra un único fondo; en el año 2000, el 56% de la cartera de inversiones en títulos públicos, el 15,6% en depósitos del sistema financiero doméstico, y el 4,5% en activos externos.
11. Número de aportantes (2003)	3,1 millones.

representar alrededor del 50% del beneficio esperable para un aportante cuyo salario es el promedio de la economía— sólo es alcanzable con treinta años de aportes, y sesenta/sesenta y cinco años de edad, siendo además la presión impositiva sobre el empleo formal la más alta de la región –47%–, la desocupación creciente, etc.). El “comportamiento en manada” de las AFP debería ser similar que en el caso chileno, ya que las garantías de rentabilidad son similares, y el elevado porcentaje de la cartera que se permite para los títulos de la deuda pública magnifican el riesgo de comportamientos oportunistas y confiscatorios por parte del Estado (temporalmente ocultados por el método de valuación de la cartera según el valor nominal de esos títulos).

El sistema previsional uruguayo permite esperar un nivel de comisiones intermedio (es un sistema con madurez aceptable, con relativa facilidad de comparación de comisiones –carga fijo y porcentaje sobre salario–, con traspasos permitidos sin costo ni burocracia, y con costos de recaudación que no recaen sobre las AFP, pero el encaje es alto –2% de los fondos administrados– y el mercado tiene un tamaño reducido), y un nivel de cobertura intermedio (por la elevada presión impositiva sobre los salarios –41% después de la reforma–, treinta y cinco años de aportes y edad sesenta/sesenta y cinco mínima requeridos para acceder al beneficio del régimen de reparto –significativos para aportantes de ingresos medios y bajos– y también para beneficios del régimen de capitalización, por el lado negativo, pero un elevado nivel de cobertura inicial y escaso nivel de pobreza e informalidad por el lado positivo). El “comportamiento en manada” de las AFP debería ser similar que en el caso chileno, ya que las garantías de rentabilidad son similares. El elevado porcentaje de la cartera de las AFP en títulos públicos (61% en 2000) podría también desalentar la afiliación y el aporte voluntarios.

El sistema previsional boliviano permite esperar un nivel de comisiones bajo (al prohibirse los traspasos y regularse la comisión máxima sobre aportes en el 0,5% –más costo del seguro de invalidez y vida–, ese nivel de comisiones es efectivamente reducido; el reducido tamaño del mercado tampoco permitiría fuerte competencia ni aprovechamiento de economías de escala, por otra parte), aunque en este caso la ausencia deliberada de competencia podría perjudicar la calidad de las decisiones de inversión de las AFP (de he-

**CUADRO 6**  
**URUGUAY (REFORMA PREVISIONAL EN 1996)**

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Siete
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1997): el 73% de la población activa aportante. Pobreza (2000): el 10% de la población urbana; cuentapropismo urbano: 19%. Esperanza de vida al nacer: setenta y seis años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	Sistema previsional mixto (coexisten el Régimen de Solidaridad Intergeneracional y el Régimen de Jubilación por Ahorro Individual). Los aportes sobre el primer tramo de ingresos (UR\$ 5.000 ajustables) deben destinarse al régimen de reparto, y los aportes excedentes al régimen de capitalización (salvo quienes tuvieran cuarenta años o más y hubieran hecho aportes previos al sistema en 1996, quienes permanecen en el régimen de reparto independientemente del ingreso); los trabajadores con ingresos menores a \$ 5.000 pueden optar por destinar el 50% de sus aportes al régimen de capitalización; al jubilarse en el nuevo régimen se recibe la prestación de reparto (porcentaje del salario de los últimos veinte años de aportes, hasta \$ 5.000) y de capitalización; la afiliación al sistema previsional es obligatoria para todo trabajador ocupado.
4. Estructura de las comisiones	Las AFP pueden cobrar comisiones, porcentaje sobre aportes, comisiones fijas y porcentaje sobre depósitos convenidos (deben ser uniformes para todos los afiliados, permitiendo bonificaciones por permanencia).
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Contribución personal a cuenta individual del 15%; aportes patronales de entre el 12,5% (sector privado) y el 24,5% (empresas públicas); total de los aportes sociales sobre el salario: 41% - 42%.
6. Facilidad de traspasos	Hasta dos traspasos por año (seis meses de aporte efectivo), sin costo alguno (inicialmente debía concurrir en persona a la AFP que abandona; actualmente, firma de conformidad al promotor, sin deber recurrir a la AFP o Estado).
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Los años mínimos de aportes aumentaron de treinta a treinta y cinco luego de la reforma, tanto para pilar el público como para pilar el privado (es el caso más restrictivo), y además la edad mínima de sesenta años (a los sesenta y cinco años cesa la obligación de aportar el régimen de capitalización).
8. Regulación del tamaño de la AFP	Ninguna (legislación general antitrust).
9. Responsable de la recaudación de aportes previsionales	El Estado (Banco de Previsión Social), y las AFP no pagan comisión.



CUADRO 6 (cont.)

10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	Garantía de rentabilidad no menor del 2% a rentabilidad anual promedio del sistema o del 2% en términos absolutos, la que sea menor, constituyendo encajes del 2% de los fondos administrados con destino al fondo de fluctuación; cada AFP administra un único fondo; en el año 2000, el 61,4% de la cartera de inversiones en títulos públicos, y el 34,9% en depósitos del sistema financiero doméstico.
11. Número de aportantes (2003)	330 mil.

CUADRO 7  
BOLIVIA (REFORMA PREVISIONAL EN 1997)

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Siete
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1996): el 12% de la población activa aportante. Pobreza (2000): el 61% de la población total; cuentapropismo urbano: 46%. Esperanza de vida al nacer: sesenta y cuatro años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	El nuevo sistema sustituye al anterior. Único pilar de capitalización, pero incluye dos fondos (individual y colectivo), en el segundo caso con fideicomiso de acciones de empresas públicas, que brinda beneficios universales de jubilación (independientemente de la condición de aportante al sistema, para todo ciudadano boliviano residente mayor de veintiún años en 1995, a partir de los sesenta y cinco años); tanto los trabajadores dependientes como los independientes están obligados a realizar aportes.
4. Estructura de las comisiones	Se cobra una comisión regulada de 0,5% sobre el salario sujeto a aportes, más el costo del seguro de vida e invalidez (igual al 2% del salario actualmente), y también una alícuota de hasta un 0,228% del valor del fondo acumulado en el año (lo cual representa un porcentaje creciente de los aportes, y a los siete años se aproxima al 0,25% del salario), pero decreciente a medida que aumenta el tamaño del fondo administrado (no opera aún). El banco que hace las colocaciones (Citibank) cobra una comisión del 0,2% del valor del fondo, que resta implícitamente del retorno obtenido por cada afiliado.
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Los aportes personales a la cuenta individual de capitalización son del 10% del salario (más comisión y seguro de invalidez y vida). El total de aportes sociales sobre el salario: 23%.

CUADRO 7 (cont.)

6. Facilidad de traspasos	Hay sólo dos AFP seleccionadas por licitación. Hasta 2002 no se permitieron los traspasos (salvo por cambio de domicilio al área de la AFP alternativa); a partir de 2003 se permite un traspaso con doce meses de aportes efectivos continuos o discontinuos.
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Se requerían quince años de aportes antes de la reforma, y no hay requisitos específicos después de la reforma (sólo contar con saldo mínimo en cuenta individual para cubrir el beneficio del 70% del salario base aportado).
8. Regulación del tamaño de la AFP	Ninguna (legislación general antitrust); comisión máxima regulada.
9. Responsable de la recaudación de aportes previsionales	Las AFP.
10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	No hay garantía de rentabilidad, ni fondo de fluctuación ni encaje; cada AFP administra un único fondo individual y el fondo colectivo; en año 2000, el 69,5% de la cartera de inversiones en títulos públicos, y el 23,2% en depósitos del sistema financiero doméstico.
11. Número de aportantes (2003)	360 mil.

cho, en el año 2000 tenían un 70% de su cartera en títulos públicos de Bolivia y un 23% en depósitos en instituciones financieras –las que también tienen títulos públicos en sus activos), lo cual hace que la calidad de las prestaciones seguramente difiera respecto del resto de los países (de hecho, es difícil comparar esta reforma con el resto). Con respecto a la cobertura, cabe esperar que sea muy baja por la escasísima cobertura previa y la elevada incidencia de la pobreza e informalidad, pero además hay un fuerte desincentivo a realizar aportes debido a que existe un seguro de jubilación universal y a la confianza en la calidad de administración de las inversiones por las AFP, más allá de que el acceso a los beneficios del régimen de capitalización es bastante flexible (relativo a aportes propios) y la presión impositiva sobre el empleo formal es razonable (23%).

El sistema previsional mexicano permite esperar un nivel de comisiones relativamente elevado (es un sistema aún con escasa madurez, con un único traspaso anual, y con comisiones de múltiples dimensiones, por un lado, pero podrían aprovecharse importantes economías de escala por su gran tamaño –ventaja limitada parcialmente por la restricción sobre el tamaño máximo permitido de cada Afore, lo cual favorece además la colusión), alto costo del seguro de vida e invalidez (contratado centralmente), y un razonable nivel de

CUADRO 8  
MÉXICO (REFORMA PREVISIONAL EN 1997)

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Seis
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1997): el 37% de la población activa aportante. Pobreza (2000): el 41% de la población total; cuentapropismo urbano: 20%. Esperanza de vida al nacer: setenta y dos años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	El nuevo sistema sustituye al anterior. Único pilar de capitalización, con pensión mínima garantizada (un salario mínimo general, actualmente equivalente a US\$ 137) y asistencia social; los afiliados al régimen anterior pueden optar, asegurándose la prestación que se definía con anterioridad (el Estado se apropia de la cuenta individual en ese caso, ya que se hará cargo de la diferencia si fuese necesario); la afiliación es obligatoria para todos los trabajadores activos.
4. Estructura de las comisiones	No está regulada; coexisten comisiones sobre aportes, sobre fondos acumulados y sobre rendimientos de los fondos; hay bonificaciones por permanencia. El seguro de vida e invalidez es contratado centralmente por parte de una entidad pública.
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Aporte personal y patronal conjunto antes de la reforma: el 15,5%; actualmente, los aportes al sistema previsional de trabajadores, empleadores y Estado suman el 14% del salario sujeto a aportes; de ese total, el 11,5% tiene como destino la cuenta individual (6,5% para retiro, y 5% para vivienda). Total de aportes sociales sobre el salario: 26%.
6. Facilidad de traspasos	Hasta un traspaso por año, salvo cambios de comisiones o fusiones entre las AFP (en cuyo caso no rige restricción temporal; ¿la penalidad ayuda a la colusión?).
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Los años mínimos con aportes aumentaron de diez antes de la reforma a veinticinco en el sistema privado después de la reforma (necesarios para acceder a la prestación mínima garantizada); los afiliados que pierden el empleo pueden retirar de sus cuentas hasta el 10% del saldo acumulado o equivalente a setenta y cinco días de aportes (lo que fuese menor), cada cinco años; además, los desempleados mantienen los derechos de pensiones de cotizantes durante el 25% del tiempo con aportes; en términos generales, hay varios beneficios alcanzables con aportes por un número reducido de años.
8. Regulación del tamaño de las AFP	Hasta el año 2001, tope máximo del 17% de afiliados; desde fines 2001, tope del 20% de afiliados para cada AFP.

CUADRO 8 (cont.)

9. Responsable de la recaudación de los aportes previsionales	Recaudación centralizada, a cargo de empresa privada (Procesar SA), de la cual las AFP son socias y pagan por la tarea (la fiscalización de cumplimiento es responsabilidad del Estado).
10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de cartera, etc.)	No hay garantía de rentabilidad (ni por ende encaje mínimo); cada AFP puede administrar varios fondos (Siefors, que son sociedades de inversión de las Afores/AFP); en el año 2000, 92,6% de la cartera de inversiones en títulos públicos.
11. Número de aportantes (2003)	12,3 millones.

cobertura (por el lado positivo, la afiliación es obligatoria para todos los trabajadores, la presión impositiva sobre el trabajo en blanco es razonable –26%– y el acceso a los beneficios del régimen de capitalización es flexible para aportantes de altos salarios; por el lado negativo, la acotada cobertura en el sistema previo, la pensión mínima garantizada –relevante para una elevada proporción de los trabajadores al representar un salario mínimo y haber un 41% de pobreza– requiere veinticinco años de aportes –cuando antes se requerían diez años–, y las AFP tienen una porción altísima de sus carteras en títulos públicos –93% en el año 2000–). No cabe esperar “comportamiento en manada” de las AFP al no haber garantías de rentabilidad mínima atadas al promedio del sistema y permitirse varios fondos por AFP.

El sistema previsional salvadoreño fija un tope máximo para las comisiones brutas (incluyendo seguro por invalidez y muerte) del 3%, por lo cual seguramente se alcance ese valor en función de la elevada concentración de mercado resultante de su pequeño tamaño y de la escasa madurez del nuevo sistema, independientemente de que los traspasos son flexibles (al igual que en el caso de Bolivia, en un contexto de comisiones desreguladas tampoco cabría esperar que fuesen bajas, por el tamaño del mercado, la multiplicidad de dimensiones permitidas, etc.). Con respecto a la cobertura, cabría esperar un resultado mediocre: no debería ser baja en función de la moderada presión fiscal sobre el empleo formal (21%), pero los incentivos son escasos al existir una prestación mínima garantizada que requiere contar con aportes durante veinticinco años para individuos mayores de sesenta años, o treinta años para individuos más jóvenes, y por la concentración de títulos públicos en las carteras de inversiones (71% en el año 2000), con lo cual el contexto económico general es un determinante negativo importante (por la reducida cobertura previsional anterior a la reforma, y el elevado porcentaje de población bajo la línea de pobreza y cuentapropismo).

CUADRO 9  
EL SALVADOR (REFORMA PREVISIONAL EN MAYO DE 1998)

1. Años desde la reforma (hasta 2003)	Seis
2. Cobertura previsional y pobreza antes de la reforma	Cobertura previo a la reforma (1996): el 26% de la población activa aportante. Pobreza (2000): el 50% de la población total; cuentapropismo urbano: 31%. Esperanza de vida al nacer: setenta años.
3. Pilares del sistema y "solidaridad"	Único pilar de capitalización, con prestaciones mínimas garantizadas por el Estado; los trabajadores con menos de treinta y seis años al momento de la reforma están obligados a aportar al nuevo sistema; los trabajadores con edades superiores pueden optar por el sistema anterior o el nuevo sistema.
4. Estructura de las comisiones	No hay regulación sobre la estructura. La comisión por administración de fondos y seguro de invalidez y vida no puede superar el 3% del salario.
5. Regulación laboral (aportes personales y patronales, destinos)	Aportes personales del 3,25% y patronales del 6,75% del salario, más comisión a las AFP no mayor del 3% (para cubrir administración y seguro de invalidez y vida). Total de aportes sociales sobre el salario: 14-21%.
6. Facilidad de traspasos	Hasta dos traspasos por año (con seis cotizaciones mensuales efectivas).
7. Restricciones al acceso a beneficios (antes y después de la reforma)	Antes de la reforma, diez años de aportes; después de la reforma, hay tres opciones: veinticinco años con edades; treinta años con cualquier edad; y mínimo de saldo de cuenta individual, sin restricciones.
8. Regulación del tamaño de las AFP o comisiones	Ninguna restricción sobre el tamaño (legislación general antitrust); comisiones capeadas en un 3% del salario sujeto a aporte.
9. Responsable de la recaudación de aportes previsionales	Bancos del sistema financiero, que depositan en las cuentas de cada AFP.
10. Regulaciones en capitalización (garantía de rentabilidad, encaje, multiplicidad de fondos, diversificación de la cartera, etc.)	Garantía de rentabilidad no menor del 3% de la rentabilidad anual promedio del sistema ni menor del 80% (ambas restricciones operan), constituyendo encajes no mayores del 3% de los fondos administrados con destino al fondo de fluctuación; cada AFP administra un único fondo; en el año 2000, el 71,3% de la cartera de inversiones en títulos públicos, y el 25,3 en depósitos del sistema financiero doméstico.
11. Número de aportantes (2003)	470 mil.

#### 4.4. INDICADORES DEL DESEMPEÑO DE CADA REFORMA: UN ANÁLISIS CUALITATIVO

La verificación preliminar sobre el grado de cumplimiento de las hipótesis planteadas en este capítulo puede realizarse a partir del análisis de los siguientes indicadores cuantitativos de las reformas en cada uno de estos ocho países considerados:

1. Evolución de la comisión neta promedio (medida como porcentaje del salario, que es la medida relevante, y como porcentaje del aporte bruto) desde el inicio del nuevo sistema, año tras año.
2. Evolución de traspasos anuales (porcentaje de traspasos sobre aportantes), año tras año.
3. Incidencia de gastos de comercialización (incluyendo promoción) sobre gastos totales de las AFP (netos del costo del seguro de invalidez y vida), y cantidad de promotores por afiliado, año tras año.
4. Cobertura del sistema: porcentaje de afiliados que realizan aportes, y porcentaje de fuerza laboral ocupada que realiza aportes (cuidando contabilizar todos los sistemas previsionales existentes), año tras año.
5. Cantidad de AFP, computando concentración (porcentaje del mercado en dos mayores AFP) y tamaño medio (cantidad de afiliados por AFP), año tras año.

La información sobre estas variables, a nivel agregado (promedio) en cada país, se incluye a continuación (las fuentes son diversas, e incluyen las páginas web de los administradores de cada sistema, FIAP, AIOS, etc.). Debe notarse que en varios casos puntuales, las cifras difieren según distintas fuentes consultadas, por lo cual futuras revisiones podrían introducir algunas modificaciones. Del mismo modo, un número reducido de observaciones anuales son estimaciones propias, suponiendo evoluciones suaves entre valores cercanos disponibles para esa variable.

Claramente, la cantidad de dimensiones relevantes de cada una de las reformas (para su caracterización más precisa a los fines del presente estudio) es mucho mayor al número de países analizados, por lo cual en esta sección se procura obtener contrastes sólo cualitativos y preliminares de las hipótesis planteadas en la sección 3. El esfuerzo de medición se realiza en la sección 5, procurando cuantificar con un criterio estadístico robusto cómo afecta cada dimensión de diseño y contexto a los indicadores básicos del desempeño (comisiones, cobertura, etc.), trabajando a tal fin con datos de panel, dejando para esa instancia la descripción de los méritos y limitaciones de tal ejercicio.

El gráfico 1 permite ver que existe una importante diversidad en la importancia del gasto comercial (que incluye publicidad y esfuerzos de ventas por medio de promotores), siendo Argentina y Bolivia los dos casos extremos (superior e inferior, respectivamente), típicamente con niveles menores al madurar cada reforma (situación que no se dio en Chile hasta que se dificultaron los traspasos a fines de 1997). En algunos países (México en particu-

CUADRO 10  
CUADROS RESUMEN POR VARIABLE

Gasto comercial (% del gasto total sobre el seguro)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	24,4	20,5	25,1	32,3	38,9	41,4	38,6	39,4	27,8	26,1	27,4	27,4
Perú								50,9	46,1	42,5	40,4	40,4
Colombia					50,0							
Argentina				53,0	61,0	66,0	61,0	56,0	54,3	53,2	48,4	45,4
Uruguay								49,4	53,4	40,6	27,1	27,3
Bolivia								1,9	6,1	7,1	2,4	2,3
México								27,7	12,6	9,5	7,6	7,2
El Salvador								25,6	37,3	35,8	7,5	7,6
<i>Promedio lineal</i>	24,4	20,5	25,1	42,6	50,0	53,7	49,8	35,8	34,0	30,7	23,0	22,5

Traspasos (% de aportantes)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile		9,3	32,3	45,9	50,3	48,5	22,1	15,0	8,0	6,8	7,9	6,2
Perú					9,5	11,7	4,4	2,8	0,5	0,6	0,4	0,4
Colombia						10,7	5,8	6,5	9,8	7,2	6,6	4,5
Argentina				9,4	24,6	31,8	12,0	9,5	12,2	16,1	10,9	10,3
Uruguay							13,9	11,9	14,9	0,4	0,1	0,3
Bolivia						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,4
México							0,0	0,5	0,9	0,9	1,0	3,3
El Salvador								9,6	28,8	16,4	10,0	11,5
<i>Promedio lineal</i>		9,3	32,3	27,6	28,1	20,6	8,3	7,0	9,4	6,0	4,7	4,6

Concentración (% de fondos de dos mayores AFPs)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile ( afiliados)	49,3	49,3	49,1	50,9	51,9	53,1	58,8	62,5	63,3	64,0	64,6	65,7
Perú					53,5	53,5	55,0	56,5	60,1	59,7	59,2	59,2
Colombia			47,4	45,5	45,6	46,2	46,4	47,4	48,6	49,3	49,8	50,8
Argentina ( afiliados)				27,2	27,9	30,7	35,7	37,8	36,4	43,8	42,4	41,2
Uruguay							67,1	67,1	66,1	74,7	74,7	74,5
Bolivia							100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
México								39,8	38,7	36,6	45,0	45,0
El Salvador								64,0	98,8	99,3	99,7	99,8
<i>Promedio lineal</i>	49,3	49,3	48,3	41,2	44,7	45,9	60,5	59,4	64,0	65,9	66,9	67,0

CUADRO 10 (cont.)

Comisión bruta (% de aportes brutos)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	26,5	25,4	22,8	23,3	22,5	23,3	21,5	20,3	19,8	19,6	19,6	20,6
Perú					30,8	31,7	31,8	31,7	31,6	31,8	30,5	28,5
Colombia				28,0	25,9	25,9	25,9	25,9	25,9	25,9	25,9	23,1
Argentina				32,4	31,5	31,4	31,1	31,0	29,8	21,6	45,0	33,8
Uruguay						17,6	17,5	17,7	17,9	18,3	18,2	18,7
Bolivia						20,2	20,3	20,5	20,7	19,1	19,4	19,7
México							37,4	38,5	39,9	40,5	40,2	38,9
El Salvador							33,5	29,6	26,8	23,8	22,9	22,8
<i>Promedio lineal</i>	26,5	25,4	22,8	27,9	27,7	25,0	27,4	26,9	26,6	25,1	27,7	25,8

Comisión bruta (% del salario)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	3,6	3,4	3,0	3,0	2,9	3,0	2,7	2,5	2,5	2,4	2,4	2,6
Perú					3,6	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,2
Colombia				3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0
Argentina				3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,3	2,3	2,3	2,3
Uruguay						2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8
Bolivia						2,5	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,5
México							3,9	4,1	4,2	4,3	4,2	4,1
El Salvador							3,2	3,2	3,2	3,0	3,0	3,0
<i>Promedio lineal</i>	3,6	3,4	3,0	3,4	3,4	3,1	3,2	3,2	3,2	3,0	3,0	2,9

Comisión neta (% de salario)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile		1,67	2,19	2,45	2,35	2,41	2,11	1,91	1,66	1,66	1,64	1,62
Perú					2,33	2,34	2,35	2,36	2,36	2,39	2,27	2,27
Colombia					1,57	1,57	1,64	1,64	1,63	1,58	1,58	1,49
Argentina				2,49	2,57	2,58	2,45	2,43	2,09	1,73	1,56	1,45
Uruguay						2,06	2,05	2,02	2,04	1,98	1,92	1,94
Bolivia						0,52	0,55	0,58	0,62	0,66	0,70	0,75
México							1,43	1,55	1,69	1,76	1,72	1,59
El Salvador							2,05	2,05	1,83	1,69	1,51	1,76
<i>Promedio lineal</i>		1,7	2,2	2,5	2,2	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6



CUADRO 10 (cont.)

Comisión neta (% de aporte bruto, sobre el seguro)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile		14,30	17,94	19,66	19,02	19,42	17,42	16,04	14,26	14,23	14,07	13,94
Perú					22,55	22,63	22,71	22,78	22,78	23,00	22,10	22,10
Colombia					13,57	13,57	14,09	14,09	14,02	13,64	13,64	12,97
Argentina				25,08	25,45	25,47	24,43	24,25	21,30	17,37	36,19	24,72
Uruguay						14,29	14,22	14,07	14,21	13,90	13,53	13,73
Bolivia						4,98	5,23	5,50	5,81	6,15	6,54	6,97
México							17,85	19,35	21,10	21,97	21,47	19,85
El Salvador							24,49	21,31	17,55	15,06	13,10	14,93
<i>Promedio lineal</i>		14,3	17,9	22,4	20,1	16,7	17,6	17,2	16,4	15,7	17,6	16,2
% de afiliados aportantes												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	76,9	70,0	59,3	55,7	56,0	57,0	52,8	53,4	50,9	53,7	51,0	51,9
Perú					41,1	42,8	45,6	45,7	41,7	41,2	39,4	39,2
Colombia					51,4	51,4	48,0	50,7	49,4	48,7	47,6	47,7
Argentina				55,3	47,4	45,5	48,9	44,3	39,1	29,0	33,2	33,5
Uruguay					58,3	58,6	64,0	55,8	50,8	49,2	43,9	53,7
Bolivia							90,7	92,0	92,9	94,2	93,2	92,6
México						69,4	63,6	60,8	58,2	44,8	41,8	40,1
El Salvador							67,2	63,7	55,2	53,2	47,6	45,0
<i>Promedio lineal</i>	76,9	70,0	59,3	55,5	50,8	54,1	60,1	58,3	54,8	51,7	49,7	50,5
% de ocupados aportantes												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	38,3	52,5	56,0	60,6	59,5	62,6	58,9	62,6	60,7	65,3	64,0	61,7
Perú					8,0	8,7	9,9	11,0	10,7	11,4	11,8	12,0
Colombia					7,1	8,6	9,4	12,3	13,6	13,2	14,0	15,3
Argentina				24,9	25,9	27,1	29,2	29,1	27,7	22,0	27,5	27,2
Uruguay							25,4	22,5	25,1	28,9	25,1	30,5
Bolivia						11,5	14,0	16,3	20,0	22,0	23,4	25,3
México						21,1	23,2	23,4	25,2	29,3	30,8	30,5
El Salvador							17,3	21,0	19,7	20,5	18,6	18,5
<i>Promedio lineal</i>	38,3	52,5	56,0	42,8	25,1	23,3	23,4	24,8	25,3	26,6	26,9	27,6

CUADRO 10 (cont.)

% "PEA no pobre" aportante a AFP												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	63,1	86,0	76,4	74,9	72,6	75,9	70,7	71,6	69,6	75,2	74,0	71,3
Perú					14,5	15,8	18,0	19,8	19,5	20,2	20,6	23,3
Colombia					16,1	19,8	21,7	27,2	26,7	25,1	26,1	28,8
Argentina				26,9	29,5	31,2	34,0	34,2	32,9	27,2	43,7	39,0
Uruguay							27,5	23,5	26,3	30,1	27,8	31,7
Bolivia						29,8	35,7	40,5	47,5	51,6	55,0	59,3
México						35,6	38,0	38,5	41,9	42,0	44,1	39,5
El Salvador							34,8	40,6	36,6	35,3	31,2	30,7
<i>Promedio lineal</i>	63,1	86,0	76,4	50,9	33,2	34,7	35,0	37,0	37,6	38,3	40,3	40,4

% PEA aportante total sistema												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	47,5	51,5	58,0	58,5	58,0	59,0	60,0	57,0	55,3	59,4	58,5	56,3
Perú					14,0	14,5	15,5	14,9	14,3	14,5	14,6	14,7
Colombia				22,0	21,5	25,5	33,0	34,0	35,0	34,9	34,8	35,4
Argentina				33,8	36,6	36,1	36,1	35,1	33,1	31,5	28,6	30,7
Uruguay				65,0	67,5	68,6	68,2	63,8	68,7	75,1	65,6	69,8
Bolivia						11,0	13,2	15,1	18,5	20,1	21,5	23,1
México						29,0	30,0	31,0	32,9	36,8	38,4	37,7
El Salvador							22,0	21,0	18,5	21,1	19,5	19,5
<i>Promedio lineal</i>	47,5	51,5	58,0	44,8	39,5	34,8	34,7	34,0	34,5	36,7	35,2	35,9

% "PEA no pobre" aportante total sistema												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	95,0	93,8	82,9	78,0	75,5	76,1	76,6	72,2	69,6	75,2	74,0	71,3
Perú					27,4	28,5	30,3	29,3	28,1	27,8	28,1	31,9
Colombia				55,0	55,1	67,1	89,2	94,4	86,4	77,5	77,3	78,6
Argentina				44,2	50,3	48,9	48,1	48,1	46,8	47,8	59,6	56,8
Uruguay					81,5	82,9	81,9	75,3	83,2	92,5	87,5	87,2
Bolivia						29,8	35,7	40,5	47,5	51,6	55,0	59,3
México						50,9	50,6	52,4	55,8	54,1	56,4	50,3
El Salvador							47,8	43,8	37,0	39,1	34,8	34,9
<i>Promedio lineal</i>	95,0	93,8	82,9	59,1	58,0	54,9	57,5	57,0	56,8	58,2	59,1	58,8

CUADRO 10 (cont.)

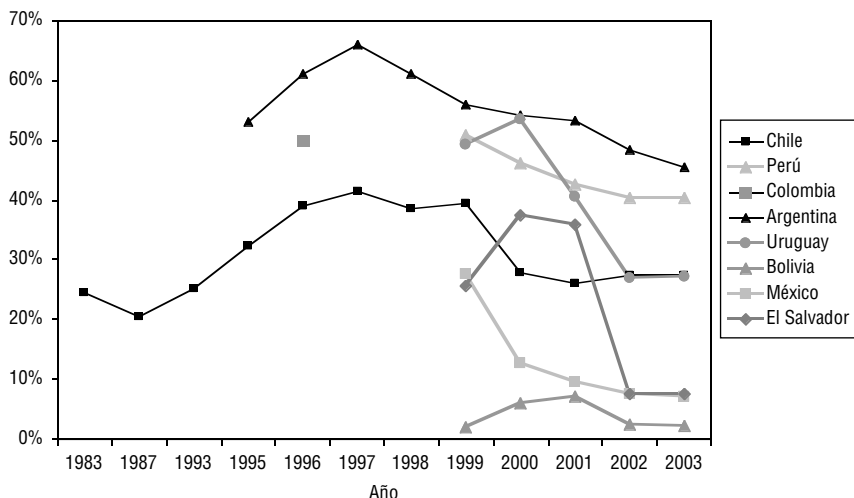
% "PEA sin reparto no pobre" aportante a AFP												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	75,3	96,8	81,4	79,0	76,1	79,3	73,6	74,3	72,0	77,6	76,2	73,1
Perú					15,5	16,9	19,2	20,8	20,4	21,0	21,5	24,3
Colombia					19,0	26,8	29,4	36,4	35,2	32,8	34,0	40,1
Argentina			21,6	34,5	37,0	38,1	40,9	40,7	39,0	32,2	51,6	45,8
Uruguay					29,2	38,3	44,8	37,6	45,7	59,0	51,6	58,9
Bolivia						29,8	35,7	40,5	47,5	51,6	55,0	59,3
México						36,2	38,8	39,4	43,0	43,6	46,1	41,3
El Salvador							35,9	42,0	37,8	36,5	32,3	31,9
<i>Promedio lineal</i>	75,3	96,8	51,5	56,7	35,4	37,9	39,8	41,4	42,6	44,3	46,0	46,8

Tamaño medio AFP (afiliados / N° AFP)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	133	241	235	333	429	445	663	763	785	918	958	997
Perú						347	396	444	618	683	748	775
Colombia				191	205	280	369	437	508	735	804	904
Argentina				199	243	307	372	462	600	632	759	773
Uruguay							84	89	96	149	154	156
Bolivia							222	255	317	346	381	421
México							1.064	1.200	1.373	2.040	2.675	2.617
El Salvador							95	147	283	307	331	345
<i>Promedio lineal</i>	133,3	240,9	235,5	241,0	292,1	344,8	408,1	474,8	572,3	726,2	851,2	873,5

Promotor con mil afiliados (sin año de inicio)												
	1983	1987	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chile	0,75	0,80	2,29	2,91	3,22	3,02	1,21	0,80	0,70	0,60	0,59	0,55
Perú					2,56	1,66	1,42	0,78	0,42	0,32	0,29	0,29
Colombia				1,74	2,34	1,88	1,80	1,54	1,36	1,16	1,06	0,94
Argentina				2,46	2,54	2,96	2,46	1,64	1,43	1,34	1,12	0,96
Uruguay						2,15	1,53	1,41	0,59	0,33	0,31	0,20
Bolivia								0,15	0,12	0,11	0,09	0,08
México							1,12	0,73	0,76	0,41	0,41	0,57
El Salvador								1,20	1,01	0,62	0,42	0,39
<i>Promedio lineal</i>	0,8	0,8	2,3	2,4	2,7	2,3	1,6	1,0	0,8	0,6	0,5	0,5

Fuente: información pública en Internet.

GRÁFICO 1  
GASTO COMERCIAL COMO PORCENTAJE DEL GASTO TOTAL NETO  
DEL SEGURO DE VIDA E INVALIDEZ



lar, pero también El Salvador) las cifras son poco confiables por la altísima proporción de “otros costos” no identificados como administrativos o comerciales, que podrían corresponder a esfuerzos de ventas no registrados aquí. Así, dado que el caso de Bolivia también es atípico (porque hasta el año 2003 no era posible realizar traspasos entre las dos AFP existentes), los otros 5 países muestran situaciones más homogéneas, con gastos comerciales actualmente entre un 28 y 45% del costo total (neto del seguro colectivo de vida e invalidez), aproximadamente (la información para Colombia no está disponible, salvo una estimación del 50% en el año 1996).

El gráfico 2 es útil para verificar que la importancia de la competencia por medio del esfuerzo promocional, medida por la cantidad de promotores cada 1.000 afiliados, ha tendido a disminuir en todos los casos madurar los sistemas (y/o se dificultan los traspasos), siendo los países con mayor número de promotores por afiliado Argentina y Colombia, y los que tienen menor número (salvo Bolivia) Perú y Uruguay.

Como se observa en el gráfico 3, los países con más traspasos (relativos al total de aportantes, por año) son El Salvador, Argentina, Chile y Colombia (el caso de Uruguay muestra una drástica caída en el año 2001), aunque en todos los casos siguiendo una tendencia decreciente, frecuentemente debido a la incorporación de mayores requisitos para realizarlos (tal el caso en Chile desde 1998, Argentina desde 1998, etc.).

El gráfico 4 muestra el bajo grado de concentración de mercado que existe en la Argentina y México (en este último caso en parte por una restricción operativa sobre el tamaño máximo de las AFP), y en menor medida también

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN DE LA FUERZA DE VENTA EN CADA PAÍS  
(Excluye año inicial de la reforma)

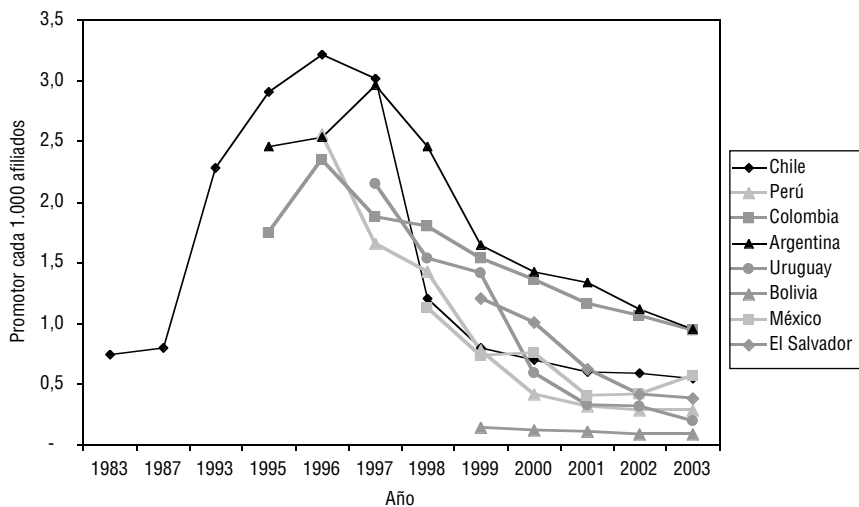


GRÁFICO 3  
TRASPASOS ANUALES  
(Porcentaje de aportantes)

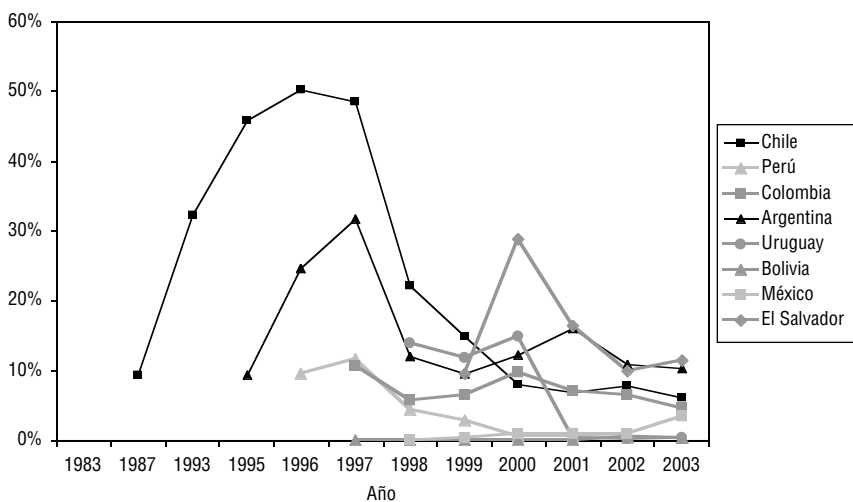
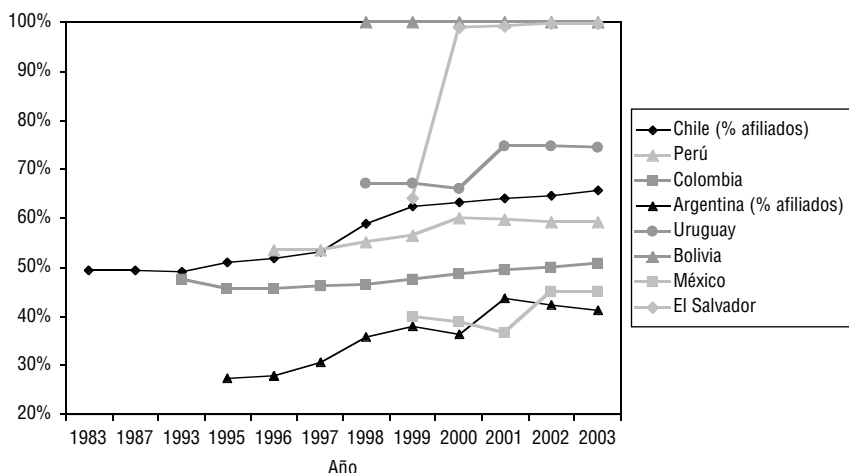


GRÁFICO 4  
CONCENTRACIÓN DE MERCADO  
(Porcentaje de fondos en dos mayores AFP)



en Colombia –tres de los mercados más grandes, por otra parte), y la concentración total que hay en Bolivia y El Salvador (los dos mercados más pequeños). Así, la concentración está muy relacionada con el tamaño de cada mercado, y muestra una tendencia levemente creciente en prácticamente todos los casos.

El gráfico 5 lleva a conclusiones erróneas si se pretende diagnosticar cuáles son los costos administrativos atribuibles a las AFP. Por un lado, se incluye el costo del seguro, que es muy distinto entre los distintos países y a lo largo del tiempo en cada uno de ellos (salvo algunas excepciones). Por otro lado, en cada país las tasas de aporte sobre salarios cambian en el tiempo o difieren entre sí, cuestión que no altera los determinantes de los costos administrativos de las AFP, y puede llevar a aumentar o reducir artificialmente el valor de la comisión promedio en un país respecto del resto o en cuanto a su evolución.

El gráfico 6 resuelve sólo el primero de estos problemas, ya que las comisiones se expresan como porcentaje del aporte pero netas del costo del seguro, lo cual mejora sensiblemente la evaluación del caso mexicano (donde el costo del seguro, administrado centralmente por el Estado, es el más elevado de la muestra).

El gráfico 7, en cambio, evita ambos problemas, al contabilizar la comisión neta del seguro como porcentaje del salario sujeto a aportes. Se observa que (salvo Bolivia, país atípico por su estructura no competitiva) el resto de las comisiones tienden a caer al madurar el sistema, y en el año 2003 se ubican en un rango desde 1,5% (Argentina y Colombia) hasta 2,3% (Perú). Vale decir, las comisiones en la Argentina, correctamente medidas, fueron

GRÁFICO 5  
COMISIÓN BRUTA DE LAS AFP  
(Porcentaje del aporte total)

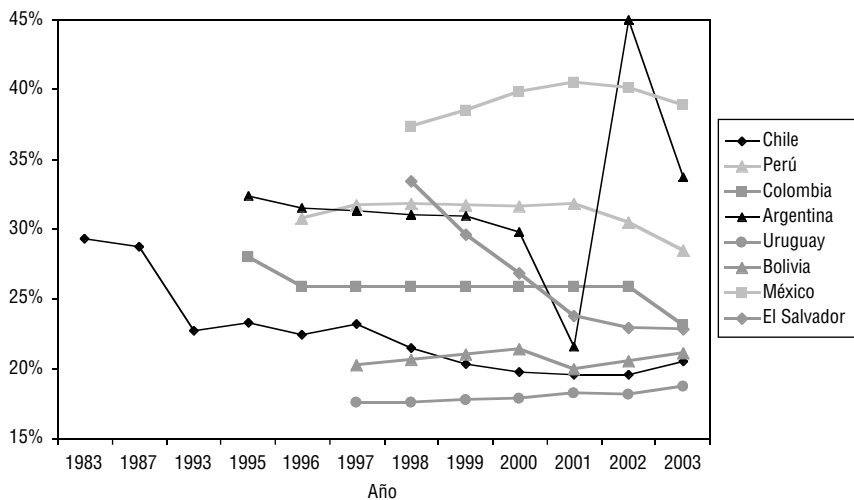


GRÁFICO 6  
EVOLUCIÓN DE LA COMISIÓN NETA  
(Porcentaje del aporte neto más comisión de las AFP)

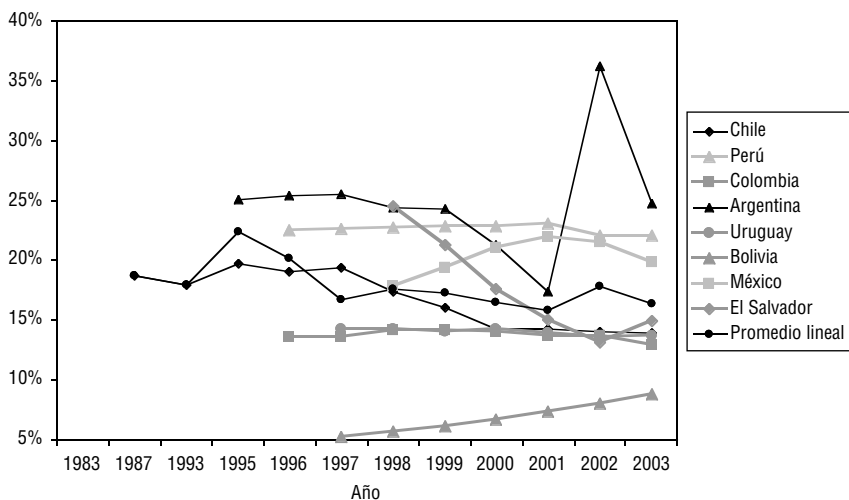
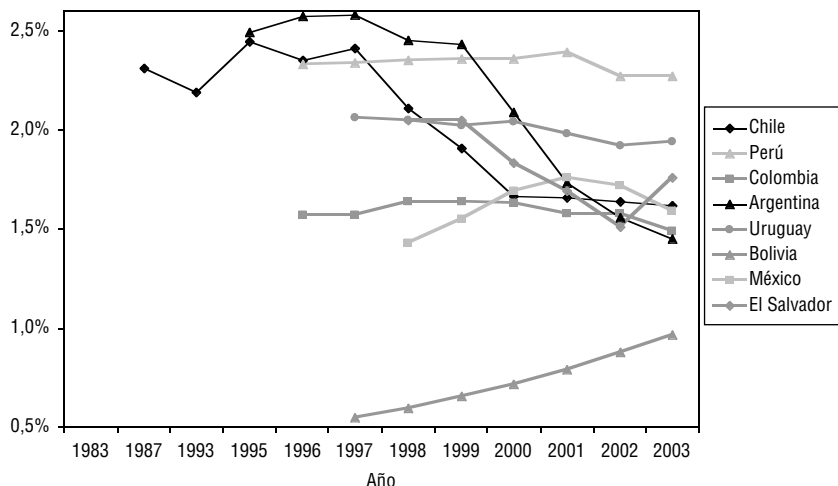


GRÁFICO 7  
EVOLUCIÓN DE LA COMISIÓN NETA DEL SEGURO  
(Porcentaje del salario sujeto a aporte)



las más altas de América latina durante la segunda mitad de la década de 1990, pero actualmente son las más bajas, cuestión explicable por la facilidad de traspasos mayor que en el resto de los casos, la más fácil comparación de comisiones unidimensionales desde el año 2001, las mayores economías de escala y la más larga maduración de la reforma (sólo superada por Chile, y prácticamente simultánea a las de Perú y Colombia). En el otro extremo, las comisiones elevadas en Perú son explicable por las dificultades impuestas para realizar traspasos (pago de US\$ 32 dólares y trámites que se deben realizar en la AFP abandonada).

El gráfico 8 permite ver la baja y típicamente decreciente relación entre aportantes efectivos a las AFP y afiliados de éstas, con la excepción nuevamente de Bolivia, cuyo caso es atípico por varios motivos. La utilización de este indicador para medir la cobertura previsional, sin embargo, constituye un grave error. En efecto, el número de afiliados no representa en absoluto la población potencial que debería o podría alcanzarse, y por ende no sirve para medir la cobertura previsional.

El gráfico 9 resuelve uno de los problemas potenciales, considerando la relación entre aportantes y población económicamente activa ocupada, ya que los desocupados no tienen obligación de realizar aportes. Si bien la relación promedio es muy baja (con la excepción de Chile en este caso), su tendencia no es descendiente. Subsisten sin embargo, dos problemas no resueltos: 1) considerar la situación de pobreza (no debe seriamente esperarse que un individuo que se encuentra por debajo de la línea de la pobreza esté voluntariamente dispuesto a ahorrar para cubrir sus necesidades durante su



GRÁFICO 8  
EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN APORTANTES/AFILIADOS

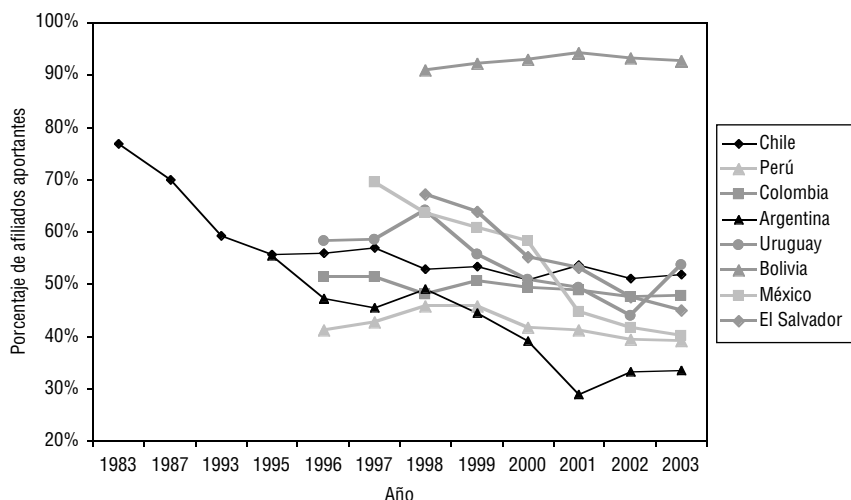
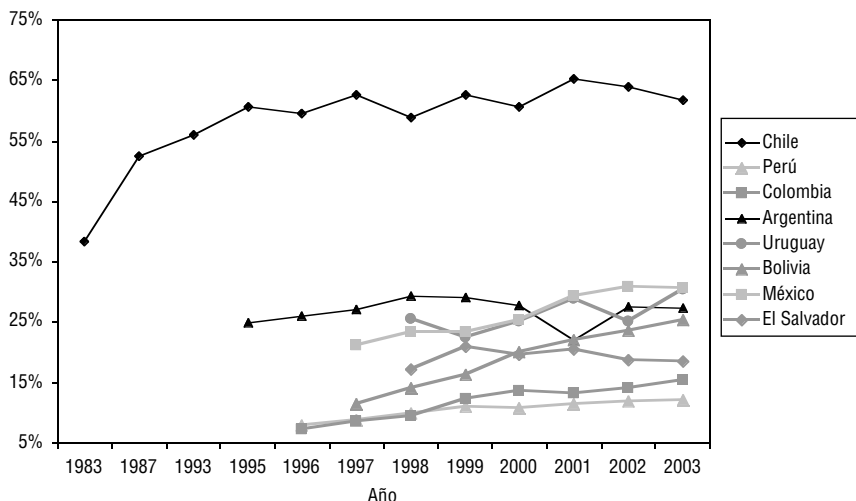
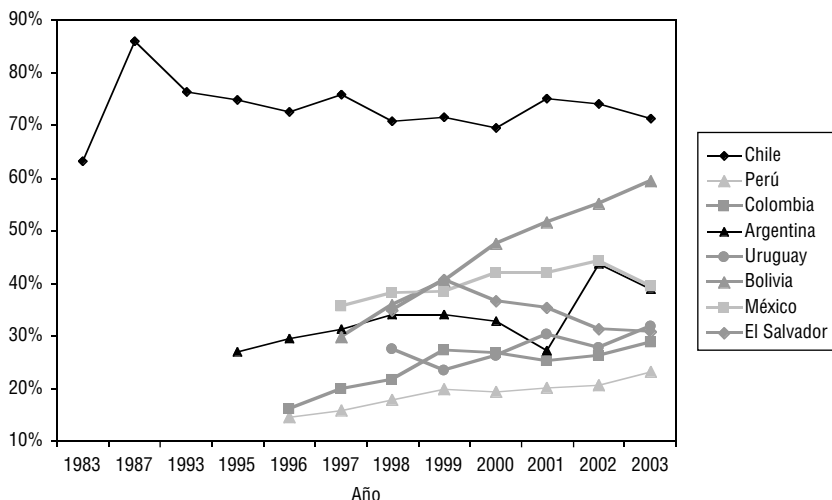


GRÁFICO 9  
COBERTURA DEL RÉGIMEN PREVISIONAL DE CAPITALIZACIÓN  
(Porcentaje de población ocupada que aporta a AFP)



vejez); 2) no se contabilizan los afiliados o aportantes a los regímenes pre-existentes o de reparto remanentes.

GRÁFICO 10  
EVOLUCIÓN DE “PEA NO POBRE” APORTANTE A AFPs

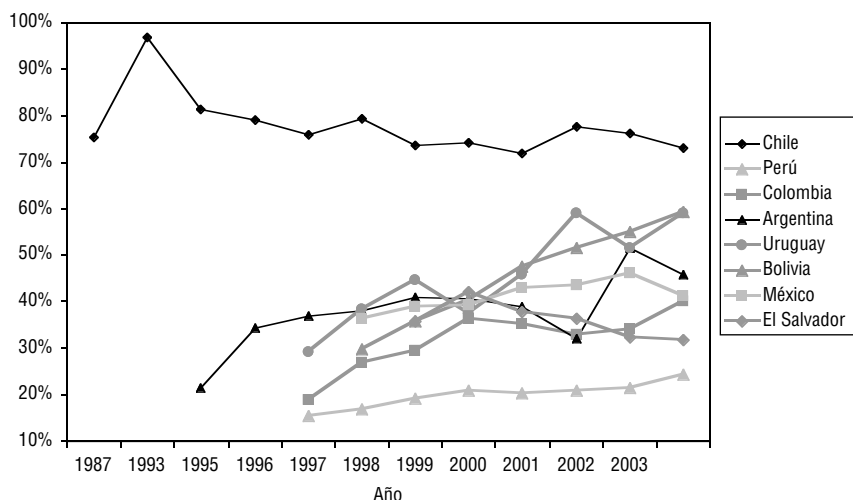


El gráfico 10 toma en cuenta el primer problema, considerando la relación entre aportantes y población económicamente activa que no está por debajo de la línea de la pobreza. Así, se notan resultados muy disímiles (la mejor cobertura está en Chile y la peor está en Perú), con una franca mejoría en Bolivia pero sin un patrón temporal definido en el resto.

En el gráfico 11 se “corrigen” ambos problemas, ya que la base de potenciales aportantes al régimen de capitalización se computa restando el número de afiliados (aportantes en el caso de Perú) que continúan en el régimen viejo luego de la reforma (y cuando se cuenta con información, restando también quienes aportan a cajas previsionales alternativas), y luego considerando sólo el porcentaje de población por encima de la línea de la pobreza en cada país. Así se observa un desempeño bastante positivo en el caso de Chile, y muy negativo en el caso de Perú, siendo la Argentina un caso intermedio, con una leve mejora en el tiempo producto sin embargo del crecimiento del nivel de pobreza de su población.

En última instancia, se observa una diversidad de situaciones que podrían ser explicables por las distintas regulaciones laborales y cambios en las exigencias para acceder a beneficios previsionales, cuestión que queda abierta para un estudio posterior.

GRÁFICO 11  
EVOLUCIÓN DE APORTANTES A AFPs COMO PORCENTAJE DE PEA NO AFILIADA  
A REPARTO, NO POBRE



#### 4.5. COMISIONES Y COBERTURA DESPUÉS DE LA REFORMA PREVISIONAL: UN ANÁLISIS ECONOMÉTRICO EXPLORATORIO

En esta sección se realiza un análisis econométrico exploratorio a partir de la información disponible, contenida en las dos secciones anteriores. Se cuenta con información para ocho países y aproximadamente diez años, lo que arroja un panel de aproximadamente ochenta observaciones. La variación *cross section*, dado el pequeño tamaño de la muestra, limita la comparación. Por otra parte, la información reflejada en las dos secciones previas proviene de distintas fuentes y podría ser objeto de alguna corrección ulterior, ya que los datos públicos disponibles no siempre son coincidentes, y en algunos casos debieron ser estimados. Estas limitaciones de la muestra deben ser tenidas por ende en cuenta a la hora de interpretar los resultados reportados a continuación, que son primeras aproximaciones para evaluar la consistencia de distintas hipótesis con la información disponible, sin llegar a establecer causalidades ni resultados robustos.

Vale decir, el objetivo de esta sección no es testear las hipótesis esgrimidas en capítulos anteriores, sino aportar a la discusión proveyendo tests empíricos que faciliten el análisis de políticas económicas. Se ilustrarán estos tests con los datos disponibles para América latina y se evaluarán sus debilidades a la hora de la interpretación econométrica. Esta sección ilustra la utilidad de realizar un análisis estadístico más amplio, incluyendo más países

que hayan realizado reformas comparables de sus sistemas previsionales, tanto las más recientes en América latina como en Europa del este.

#### 4.5.1. Evolución de la cobertura total del sistema

Una primera pregunta es qué explica las diferencias observadas a través de los países y en el tiempo de la cobertura de las AFP. Muchas veces se comparan coberturas de distintos países sin corregir por las diferencias en factores macroeconómicos entre los países comparados. En el capítulo anterior se mencionó que la pobreza y el desempleo podrían afectar la cobertura, y estas variables pueden considerarse suficientemente exógenas al sistema regulatorio adoptado. Los cambios en las situaciones macroeconómicas entre países, o para un mismo país en el tiempo, pueden ser espúreamente asociados a las regulaciones o cambios regulatorios. Si la pobreza efectivamente afecta el empleo formal y por ende reduce la cobertura del sistema previsional, un incremento en la pobreza después de la reforma del sistema reducirá la cobertura y erróneamente se podría asignar esa caída a la reforma. En esta sección se analizará en más detalle la relación entre las variables macro y la evolución de la cobertura total del sistema.

##### *Cobertura en el año 2003*

Como un primer análisis exploratorio, en el cuadro 11 se muestran distintas definiciones, comúnmente utilizadas, de cobertura. El panel superior, muestra los valores alcanzados en el año 2003 para los distintos conceptos, excepto para la columna I que corresponde a la cobertura total en el año previo a la reforma que introduce las AFP. El panel inferior del mismo cuadro muestra las correlaciones simples entre las distintas variables.

En el cuadro se puede apreciar que hay una alta correlación (*cross-country*) entre la cobertura total anterior y posterior a la reforma, cercana al 90%. Es decir, países con bajo nivel de cobertura previo a la reforma continúan teniendo niveles de cobertura bajo luego de ésta. También se observa una caída en la cobertura promedio, y esto es cierto para cinco de los ocho países analizados. Sin embargo, esta simple comparación esconde el hecho de que no todos los países realizaron la reforma en el mismo año y que las situaciones macroeconómicas de país en país varían mucho antes y después de la reforma.

En las columnas III a V se utilizan distintos parámetros de comparación para la cobertura de las AFP (PEA, PEA empleada, y PEA no pobre, respectivamente). Obviamente que al cambiar el parámetro de comparación los índices también cambian, pero lo relevante es si la comparación *cross-country* varía de acuerdo con la medición que se escoja. Para ello se analizan las correlaciones *cross-country* entre las distintas medidas (parte inferior del cuadro). Si la correlación cambia mucho entre estas variables, su contenido informativo es distinto. En primer lugar, se nota que incluir o excluir de la PEA el número de desempleados (columnas III y IV) no afecta mucho la variación

CUADRO 11  
MEDIDAS DE COBERTURA Y SUS CORRELACIONES  
(En porcentajes)

País	Aportantes/ PEA Pre-reforma	Aportantes/ PEA 2003	Aportantes AFP/PEA 2003	Aportantes AFP/empleo total 2003	Aportantes AFP/PEA no pobre 2003	Aportante AFP/afiliados AFP 2003
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Argentina	50	30,7	21,0	27,2	39,0	33,5
Bolivia	12	23,1	23,1	25,3	59,3	92,6
Chile	64	56,3	56,3	61,7	71,3	51,9
Colombia	32	35,4	12,9	15,3	28,8	47,7
El Salvador	26	19,5	17,2	18,5	30,7	45,0
México	37	37,7	29,6	30,5	39,5	40,1
Perú	31	14,7	10,7	12,0	23,3	39,2
Uruguay	73	69,8	25,3	30,5	31,7	53,7
Promedio	40,6	35,9	24,5	27,6	40,5	50,5

Matriz de correlaciones (*cross-country*)  
Año 2003

I	1					
II	0,88	1				
III	0,54	0,60	1			
IV	0,61	0,64	0,99	1		
V	0,12	0,26	0,84	0,83	1	
VI	-0,38	-0,04	0,12	0,10	0,53	1

Nota: I a VI en la matriz de correlaciones corresponde a las variables en el encabezado de la columna con correspondiente número. Ejemplo, -0,38 en la primera columna, última fila corresponde a la correlación entre aportantes/PEA prereforma y aportantes AFP/afiliados AFP año 2003.

*cross-country* (la correlación entre ambas variables es 0,99). Excluir de la PEA la población pobre tiene efectos mayores en cuanto al contenido informativo de la variable, ya que la correlación *cross-country* entre las columnas IV y V es 0,84. En segundo lugar, nótese que la correlación entre la cobertura total y la cobertura de las AFP es 0,6, lo que muestra que existen diferencias estructurales entre los países que deben ser tenidas en cuenta (por ejemplo, si es posible optar por un sistema de reparto o no).

### Un modelo econométrico

El objetivo de esta sección es cuantificar el impacto de la pobreza y otras condiciones macroeconómicas en la cobertura. El modelo a estimar es:

$$[1] \quad C_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \gamma_1 A_{it} + \gamma_2 C_0 + \alpha_i + \mu_{it}$$

donde  $C_{it}$  es la cobertura del país  $i$  en el período  $t$ ,  $X_{it}$  las condiciones macroeconómicas en el país  $i$  en el período  $t$  (tasa de desempleo, pobreza, ingreso per cápita en dólares de paridad de compra),  $A$  es la edad del sistema (años desde que la reforma fue implementada),  $C_0$  es la cobertura inicial y  $\alpha_i$  características del sistema en el país  $i$  que no cambian en el tiempo. Para estimar este sistema se consideran dos modelos alternativos, efectos fijos (*fixed effects*) y efectos aleatorios (*random effects*). Si  $\alpha_i$  está correlacionada con algunas de las variables explicativas incluidas en la regresión ( $\text{cov}(x_i, \alpha_i) \neq 0$ ), la estimación por efectos aleatorios será sesgada e inconsistente, mientras que la estimación por efectos fijos no. En la estimación por efectos fijos se estima:

$$C_{it} - \bar{C}_i = \beta_1 (X_{it} - \bar{X}_i) + \gamma_1 (A_{it} - \bar{A}_i) + \mu_{it} - \bar{\mu}_i,$$

por lo que los efectos de las variables que no cambian en el tiempo no son identificados; pero, al substrair la media se elimina el componente  $\alpha$  no observable y se puede estimar consistentemente  $\beta$  y  $\gamma$ . Si el problema es la correlación entre algunas de las variables explicativas y el componente no observable, un primer test de interés es justamente si tal correlación existe. Este test no es directamente operacional, puesto que no se observa  $\alpha$ , pero puede realizarse en forma indirecta. Como la estimación *random effect* será inconsistente si existiera tal correlación, cabría esperar que los coeficientes estimados con uno u otro método difieran. El test de Hausman (1978) es exactamente esto; la hipótesis nula del test es que ambos estimadores son iguales, y si se rechaza la hipótesis nula entonces es conveniente usar el modelo de *fixed effects*.

El cuadro 12 muestra las estimaciones de la ecuación [1] usando ambos métodos y se realiza el test de Hausman. La variable explicativa utilizada es la tasa de cobertura total del sistema medida como aportantes sobre PEA.

En primer lugar, nótese que los parámetros estimados de acuerdo con el modelo de efectos aleatorios (columna I) y de acuerdo con el modelo de efectos fijos (columna II) no difieren mucho. El test de Hausman confirma esto, ya que no existe evidencia suficiente para rechazar la hipótesis nula de que ambos estimadores son iguales. Si  $\alpha$  no está correlacionada con las variables explicativas, el modelo estimado por efectos aleatorios es preferible. Las columnas III a V muestran los efectos individuales de las variables macro, estimadas por efectos fijos.

Los resultados confirman que la cobertura total antes de la reforma se encuentra significativamente asociada con la cobertura total después de la reforma (columna I), lo que indica que las reformas no han modificado sus-

tancialmente las características propias de cada país que llevan al sistema a tener baja cobertura y que, por ende, la baja cobertura no puede atribuirse a la reformas en sí. De las variables macroeconómicas incluidas, la tasa de pobreza es la más relevante para explicar la evolución en el tiempo de la cobertura, así como las diferencias entre países. Una mayor tasa de pobreza está asociada a menores índices de cobertura a través de países y en el tiempo. El PBI per cápita tiene el signo esperado pero no resulta estadísticamente significativo (esto se debe, en parte, a la alta correlación con la ta-

CUADRO 12  
FACTORES QUE AFECTAN LA COBERTURA  
TOTAL DEL SISTEMA (APORTANTES/PEA)  
Estimaciones longitudinales. Desvíos estándares en paréntesis

	<i>Random effects</i>	<i>Fixed effects</i>			
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
Cobertura previa a la reforma	0,486** (0,206)				
Tasa de desempleo	0,659*** (0,184)	0,713*** (0,192)		0,086 (0,361)	
Tasa de pobreza	-0,435*** (0,078)	-0,453*** (0,080)	-0,300*** (0,061)		
Edad del sistema AFP	0,001 (0,002)	0,000 (0,002)			
PBI per cápita en ppp (0000)	0,019 (0,032)	0,025 (0,033)			0,056* (0,032)
Constante	0,243** (0,098)	0,452*** (0,036)	0,485*** (0,025)	0,36*** (0,017)	0,327 (0,025)***
R <sup>2</sup> <i>within</i>	0,51	0,51	0,29	0,00	0,05
R <sup>2</sup> <i>between</i>	0,83	0,71	0,73	0,07	0,68
R <sup>2</sup> <i>overall</i>	0,81	0,67	0,65	0,03	0,55
Significación global	81,54	14,87	24,13	0,28	2,98
Test de Hausman ( <i>p-value</i> )	0,910				

Notas: significación global corresponde al valor del estadístico para la hipótesis nula que todos los coeficientes excepto la constante son cero. La hipótesis nula del test de Hausman es que los coeficientes estimados en el modelo de efectos aleatorios y el modelo estimado por efectos fijos no difieren.

\*\*\*, \*\*, \* denota significatividad individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.

sa de pobreza). Sin embargo, incluyendo sólo el PBI per cápita como variable explicativa en una regresión por efectos fijos, el coeficiente estimado resulta significativo sólo al 10% y la variación explicada es menor que lo que explica la tasa de pobreza.

La tasa de desempleo, si bien es estadísticamente significativa en las regresiones con todas las variables (columnas I y II), explica poco de la variación observada (ver columna IV) y el signo no es el esperado. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la tasa de desempleo, así como de la pobreza, podría afectar a ambas variables, aportantes y PEA. A los aportantes porque un in-

CUADRO 13  
FACTORES QUE AFECTAN LA COBERTURA TOTAL  
DEL SISTEMA (APORTANTES/PEA)  
Estimación *random effect*. Desviación estándar en paréntesis

	(I)	(II)
Cobertura previa a la reforma	0,429* (0,240)	0,324 (0,401)
Tasa de pobreza	-0,210*** (0,060)	-0,209*** (0,060)
% de población urbana	0,958*** (0,262)	0,974*** (0,264)
Aportes sociales (como % del salario), año 2003	-0,730 (0,482)	-0,601 (0,686)
Años entre expectativa de vida y jubilación		0,002 (0,007)
Constante	-0,252 (0,175)	-0,295 (0,212)
R <sup>2</sup> <i>within</i>	0,43	0,43
R <sup>2</sup> <i>between</i>	0,83	0,84
R <sup>2</sup> <i>overall</i>	0,83	0,83
Significación Global	67,75	63,06
Test de Hausman ( <i>p-value</i> )	0,385	0,458

Notas: significación global corresponde al valor del estadístico para la hipótesis nula de que todos los coeficientes excepto la constante son cero. La hipótesis nula del test de Hausman es que los coeficientes estimados en el modelo de efectos aleatorios y el modelo estimado por efectos fijos no difieren.

\*\*\*, \*\*, \* denota significatividad individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.



cremento en la pobreza o el desempleo podría incrementar el empleo informal; a la PEA porque una caída del ingreso familiar puede forzar a otros miembros de la familia a salir a buscar trabajo. El efecto final es incierto. De todos modos, los resultados sugieren que utilizar la “PEA no pobre” como base para el análisis de coberturas es más apropiado que usar la PEA por sí sola.

En el cuadro 15 se explora la correlación de la cobertura total del sistema con otras características de los países. Se encuentra una correlación positiva y significativa con el porcentaje de población urbana (probablemente porque países con mayor ruralidad tienen mayor informalidad), negativa pero no

CUADRO 14  
FACTORES QUE AFECTAN LA COBERTURA DE LAS AFP  
(APORTANTES AFP/PEA)  
Estimaciones longitudinales. Desvíos estándares en paréntesis

	<i>Random Effects</i> (I)	<i>Fixed Effects</i> (II)
Cobertura previa a la reforma	0,026 (0,165)	
Tasa de desempleo	0,050 (0,217)	0,324 (0,213)
Tasa de pobreza	-0,118 (0,0929)	-0,191** (0,087)
Edad del sistema AFP	0,008*** (0,002)	0,006*** (0,002)
PBI per cápita en ppp (0000)	0,113*** (0,0389)	0,148*** (0,036)
Constante	0,127 (0,084)	0,129*** (0,038)
R <sup>2</sup> <i>within</i>	0,69	0,70
R <sup>2</sup> <i>between</i>	0,43	0,28
R <sup>2</sup> <i>overall</i>	0,50	0,35
Significación global	114,66***	32,46***
Test de Hausman ( <i>P-value</i> )	1,001	

Notas: significación global corresponde al valor del estadístico para la hipótesis nula que todos los coeficientes excepto la constante son cero. La hipótesis nula del test de Hausman es que los coeficientes estimados en el modelo de efectos aleatorios y el modelo estimado por efectos fijos no difieren.

\*\*\*, \*\*, \* denota significatividad individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.

significativa con el total de aportes sociales como porcentaje del salario,<sup>5</sup> y positiva pero no significativa con los años de diferencia entre la expectativa de vida y la edad de jubilación. Este último análisis sugiere que en un estudio comparativo también (además de contabilizar el desempleo) debiera discriminarse entre PEA urbana y rural para la construcción de los índices de cobertura.

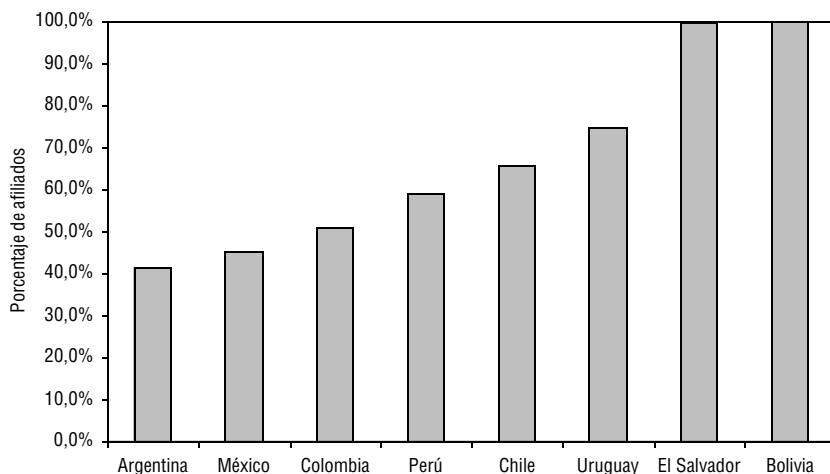
### **Cobertura de las AFP**

Si en lugar de utilizar la cobertura total del sistema como variable explicativa se utiliza la cobertura de las AFP (medida como el ratio de aportantes a las AFP sobre la PEA) los resultados cambian moderadamente (cuadro 14). Aquí surge un efecto positivo de la edad del sistema sobre la cobertura, en este caso de las AFP, pero esto puede deberse a que en varios de los países de la muestra la población que optó por el viejo sistema de reparto es población relativamente más vieja y los nuevos aportantes (ya sea por diseño del sistema o por conveniencia) optan por el nuevo sistema, lo que implica que con el paso del tiempo, a medida que la población más vieja del sistema se jubila, la cobertura total de las AFP crece ligeramente.

### **4.5.2. Competencia, concentración y comisiones**

Como los países tienen regulaciones distintas, que favorecen en mayor o menor medida la competencia, es probable que la variación *cross-country* en el grado de concentración (véase gráfico 12) afecte el precio o comisión que

GRÁFICO 12  
PARTICIPACIÓN DE MERCADO PARA LAS DOS MAYORES AFP (AÑO 2003)



pagan los afiliados, tanto sea porque hay una relación entre estructura de mercado y conducta de las firmas o bien por diferencias en las economías de escala alcanzadas. Por ejemplo, Bolivia, por regulación, tiene sólo dos AFP, mientras que la Argentina y México tienen los mercados menos concentrados.

### **Concentración**

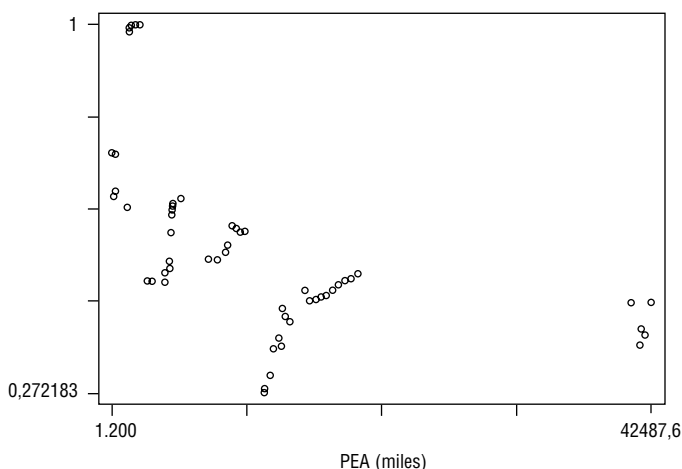
Como muestra el gráfico 12, excepto para Bolivia, donde el sistema está regulado y existen sólo dos AFP, el resto de los países muestran un grado de concentración heterogéneo (medido como la cobertura de las dos mayores AFP). Para el año 2003 el índice de concentración promedio para los países analizados (excluyendo Bolivia) fue 62,3%, con un mínimo de 41,2% (Argentina) y un máximo de 99,8% (El Salvador), véase cuadro 5. El incremento en la media a lo largo de los años se debe a un proceso de concentración en los países que reformaron sus sistemas primero, así como a la entrada de países (en la muestra) con mayores niveles de concentración.

Debe notarse que existe una alta correlación negativa entre el grado de concentración y el tamaño del mercado (medido como la población económicamente activa) y esto es consistente con el hecho de que esta industria enfrenta economías de escala (véanse estimaciones de economías de escala en la industria AFP de la Argentina en el anexo). Por ejemplo, para el año 2003

CUADRO 15  
COBERTURA DE LAS DOS MAYORES AFP (SE EXCLUYE BOLIVIA)

Año	Nº de países	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
1993	1	0,491	–	0,491	0,491
1994	1	0,474	–	0,474	0,474
1995	3	0,412	0,124	0,272	0,509
1996	4	0,447	0,117	0,279	0,535
1997	4	0,459	0,107	0,307	0,535
1998	5	0,526	0,120	0,357	0,671
1999	7	0,536	0,119	0,378	0,671
2000	7	0,588	0,212	0,364	0,988
2001	7	0,611	0,212	0,366	0,993
2002	7	0,622	0,201	0,424	0,997
2003	7	0,623	0,202	0,412	0,998

GRÁFICO 13  
RELACIÓN ENTRE CONCENTRACIÓN Y TAMAÑO DEL MERCADO



Nota: Concentración corresponde a la cobertura de las dos mayores AFP. Tamaño del mercado corresponde al número de personas que constituyen la población económicamente activa (PEA).

y excluyendo a Bolivia, la correlación entre concentración y tamaño del mercado es de -0,68 (incluyendo Bolivia es -0,70).

### Un modelo econométrico

Para analizar cómo distintos aspectos del diseño regulatorio afectan el grado de concentración se estima el siguiente modelo lineal:

$$[2] \quad C_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \gamma A_{it} + \alpha_i + \mu_{it}$$

dónde  $c_{it}$  es la cobertura de las dos mayores AFP para el país  $i$  en el período  $t$ ,  $X_{it}$  son características de la regulación en el país  $i$  en el período  $t$ , y  $A_{it}$  es la edad del sistema. Debe tenerse en cuenta la posibilidad de que los aspectos regulatorios sean endógenos; es decir que, debido a la alta concentración, la regulación fue adoptada (por ejemplo, *price caps*). Sin embargo, para aquellas variables en donde la endogeneidad pareciera más factible, no hay variación en el tiempo (éste es el caso de las restricciones al tamaño *-size caps-* y al nivel de las comisiones *-price caps-*). Por otro lado, la endogeneidad afectará los resultados si factores no observables que afectan la cobertura también influyen en las decisiones regulatorias, o bien los reguladores tienen en cuenta la concentración de las dos mayores AFP para modificar las regula-

CUADRO 16  
CONCENTRACIÓN Y REGULACIÓN  
Desviación estándar en paréntesis

	Incluye Bolivia	Excluye Bolivia	
	(I)	(II)	(III)
1 si tiene cargo fijo	-0,107* (0,0629)	-0,130* (0,069)	-0,083** (0,034)
1 si tiene regulada la estructura de comisiones	-0,194** (0,076)	-0,213** (0,080)	-0,753*** (0,060)
1 si tiene price cap	0,040 (0,084)	0,005 (0,094)	-0,560*** (0,066)
1 si coexiste con el sistema de reparto	0,122** (0,059)	0,140** (0,063)	0,124*** (0,031)
1 si existe regulación sobre el tamaño	-0,363*** (0,049)	-0,375*** (0,052)	-0,021 (0,039)
Trasposos permitidos por año <sup>1</sup>	0,054 (0,055)	0,086 (0,065)	-0,041 (0,034)
Edad del sistema	0,016*** (0,004)	0,017*** (0,005)	0,015*** (0,002)
PEA (millones)			-0,028*** (0,002)
1 para Bolivia	0,556*** (0,170)		
Constante	0,532*** (0,105)	0,491*** (0,116)	1,459*** (0,099)
R <sup>2</sup> <i>Within</i>	0,06	0,08	0,35
R <sup>2</sup> <i>Between</i>	0,92	0,89	0,99
R <sup>2</sup> <i>Overall</i>	0,78	0,63	0,91
Significación Global	179,25***	78,35***	464,51***

Notas: significación global corresponde al valor del estadístico para la hipótesis nula que todos los coeficientes excepto la constante son cero.

(1) Como para varios países han existido cambios en la regulación que no han modificado la cantidad máxima de trasposos pero sí los han dificultado (esto es, pasaron a ser más costosos), una serie que simplemente incluya la cantidad de trasposos permitidos no estaría captando estas diferencias. Para corregir por este efecto, se optó por incluir aspectos cualitativos en la serie. Así para un país que tenía tres trasposos pero la regulación dificultó los trasposos, se computan 2,5 trasposos luego de ese cambio. Lo correcto sería incluir una medida del costo del trasposo, pero no se contó con información adecuada para construir tal indicador.

\*\*\*, \*\*, \* denota significatividad individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.

ciones. A priori esto es difícil de determinar, ya que las regulaciones suelen estar asociadas a complejos procesos políticos y pueden estar basadas en percepciones de quienes deciden esas regulaciones, con lo que la endogeneidad no es obvia tampoco en el campo teórico.

En el cuadro 16 se muestran los resultados de una estimación de la ecuación (2) por FGLS (correspondiente al modelo de efectos aleatorios). Los resultados sugieren que existe cierta tendencia a la concentración a medida que envejece el sistema, el coeficiente estimado para “edad del sistema” es positivo y significativo al 5%. Los resultados también sugieren que las regulaciones de tamaño máximo son efectivas, en el sentido de que países que tienen esta regulación tienen mercados menos concentrados. Esta evidencia no implica que las regulaciones de tamaño son deseables, ya que, si existen economías de escala, se podría estar incrementando artificialmente los costos al forzar a las AFP a trabajar a una escala menor a la escala eficiente. Algo similar sucede con las regulaciones a la estructura tarifaria, que también se encuentran negativamente correlacionadas con el nivel de concentración. El número de traspasos permitidos por año no es significativo, aunque debe tenerse en cuenta que los costos de realizar traspasos debería ser la medida relevante más que la cantidad máxima permitida.

En cuanto al resto de las variables incluidas, se encuentra que: a) los países donde las comisiones de las AFP incluyen cargos fijos tienen grados de concentración ligeramente menores, b) los países donde coexiste un régimen de reparto con el de AFP tienen grados de concentración mayores (lo cual podría deberse a cierto grado de competencia entre sistemas, ya sea en forma directa o por comparación según fuesen las opciones de elección de régimen que tengan los afiliados).

Incluir el tamaño del mercado (PEA) como variable explicativa (columna III) no altera los resultados generales, salvo para la *dummy* que toma uno para países que usan *price caps*. El coeficiente estimado para el tamaño del mercado confirma lo hallado anteriormente: los mercados más grandes se encuentran menos concentrados.

### **Competencia y comisiones**

Para indagar sobre los determinantes de las comisiones de equilibrio en cada país, el modelo a estimar es:

$$[3] \quad P_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \gamma C_{it} + \alpha_i + \mu_t$$

donde  $p_{it}$  corresponde a la comisión neta promedio de las AFP del país  $i$  en el período  $t$  como porcentaje del sueldo promedio,  $X_{it}$  son variables relacionadas con los costos de las AFP y  $C_{it}$  es una medida de concentración del mercado  $i$  en el período  $t$ .

El interés se centra en la variable  $\gamma$  que captura efectos competitivos pero también puede capturar economías de escala. Si  $\gamma > 0$ , mercados más concentrados tienen mayores comisiones. Si  $\gamma < 0$ , mercados más concentrados pre-

sentan menores precios. Una interpretación posible para este último resultado es que la competencia excesiva no permite a las AFP explotar economías de escala. También es posible que exista una relación no lineal entre ambos efectos (que a niveles de concentración medios se exploten economías de escala, pero a niveles mayores se ejerza poder de mercado). Para incluir este efecto se consideran especificaciones alternativas (por ejemplo,  $\ln C$  en lugar de  $C$ ).

Un problema con esta estimación es que la competencia o el grado de concentración del mercado no es una variable exógena, por lo que una simple estimación por OLS dará una estimación para  $\gamma$  sesgada e inconsistente (contaminando las estimaciones de las demás variables). Una manera de solucionar este problema de endogeneidad es a través de una estimación por variables instrumentales. Un instrumento válido debe estar correlacionado con  $C$  pero no con los factores no observables de la ecuación que determina el precio ( $\alpha_{it} + \mu_{it}$ ). Potenciales instrumentos son regulaciones que afectan el grado de concentración, tales como facilidad de traspasos o restricciones al tamaño de las AFP. Sin embargo, si las regulaciones fuesen también endógenas al grado de concentración, nuevamente habría un problema (aunque tal situación es teóricamente menos clara).

Un segundo problema es que la competencia estimada a partir del grado de concentración en un mercado no necesariamente es un buen indicador de la competencia real que enfrentan las compañías. En mercados contestables, podemos observar sólo una empresa pero, debido a la competencia de posibles entrantes, la empresa no se comporta anticompetitivamente. El argumento de mercados contestables depende de los costos de entrada, que a su vez dependerán de las diferencias en las regulaciones. Como se cuenta sólo con información de ocho países, se debe explotar la información de panel. Esto presenta una nueva dificultad, porque si no hay variaciones en el tiempo en los factores que afectan la competencia, no se podría identificar el parámetro  $\gamma$ .

Dadas todas estas limitaciones, el análisis presentado a continuación debe ser considerado con suma precaución, como un análisis más sofisticado de correlaciones que arroja resultados preliminares sujetos a verificación sobre la base de estudios por realizar con mayor cantidad y calidad de observaciones.

El cuadro 17 muestra los resultados de estimar la ecuación (6) por efectos fijos. Debe notarse que el problema de endogeneidad no es necesariamente solucionado. Comparando las columnas I y II se puede observar que el tamaño del mercado (medido como la PEA) y la concentración están correlacionados. En la columna III se incluyen variables relacionadas con el nivel de ingreso (PBI per cápita y tasa de pobreza), mostrando que los resultados para concentración y PEA son robustos. Si en lugar de utilizar la PEA como medida del tamaño del mercado se utiliza el número de afiliados o aportantes, el coeficiente estimado para esta variable se vuelve no significativo; sin embargo, debe tenerse en cuenta que en muchos países el número de afiliados o aportantes al sistema de AFP es una decisión endógena, ya que las personas pueden optar por el sistema de reparto o elegir la informalidad, y la

comisión seguramente sea una de las variables por tener en cuenta para tomar esta decisión. Finalmente, en la columna V se incluye la edad del sistema. En principio se podría pensar que sistemas jóvenes enfrentan precios más altos por tener costos más altos (por ejemplo, si existe “*learning-by-doing*” y costos de lanzamiento). Sin embargo, al incluir la edad del sistema como variable explicativa se introduce multicolinealidad porque ésta se encuentra altamente correlacionada con el grado de concentración. En todo caso, la ventaja de utilizar la edad del sistema es que esta variable es estrictamente exógena.

CUADRO 17  
ESTIMACIÓN DE LA ECUACIÓN (3) POR EFECTOS FIJOS  
(Se excluyó Bolivia. Desviación estándar entre paréntesis)

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Concentración	-0,028*** (0,006)	-0,018*** (0,006)	-0,0200*** (0,0056)	-0,025*** (0,0057)	-0,008 (0,007)	-0,108*** (0,021)
Concentración al cuadrado						0,064*** (0,015)
PEA (millones)		-0,0017*** (0,0005)	-0,0016*** (0,0005)		-0,0003 (0,0007)	-0,0007 (0,0005)
GDP per cápita (ppp) (0000)			-0,0060** (0,0029)	-0,008** (0,003)		
% Pobreza			-0,0146*** (0,0054)	-0,017*** (0,006)		
Afiliados AFP (millones)				-0,0003 (0,00017)		
Edad del sistema (000)					-0,500*** (0,179)	
Constante	0,047*** (0,003)	0,063*** (0,006)	0,0725*** (0,0061)	0,046*** (0,003)	0,044*** (0,009)	0,080*** (0,006)
R <sup>2</sup> within	0,31	0,45	0,53	0,33	0,53	0,61
R <sup>2</sup> between	0,20	0,81	0,71	0,12	0,51	0,76
R <sup>2</sup> overall	0,16	0,44	0,40	0,12	0,002	0,23
Significación Global	21,01***	18,33***	13,35***	19,75***	16,67***	23,28***

Notas: significación global corresponde al valor del estadístico para la hipótesis nula de que todos los coeficientes excepto la constante son cero.

\*\*\*, \*\*, \* denota significatividad individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.



En la columna VI del cuadro 17 se estima el mismo modelo que en la columna II, pero se agrega como variable explicativa el grado de concentración al cuadrado para captar no linealidades entre esta variable y la comisión como porcentaje del sueldo. La concentración al cuadrado resulta significativa y positiva, lo que indicaría que el efecto de la concentración en las comisiones es decreciente. Esto podría implicar que para grados de concentración muy altos un incremento de la concentración podría verse asociado con incrementos de comisiones (como porcentaje del sueldo) y no con caídas. Sin embargo, dado el rango que puede alcanzar el índice de concentración (de 0 a 1), los valores estimados implican que el efecto será siempre negativo. Esto debe ser interpretado con cautela porque al hacer esta cuenta y utilizar el parámetro estimado con el modelo lineal, se asume implícitamente que el comportamiento competitivo de las AFP es constante a lo largo del cambio en el grado de concentración, pero a medida que el mercado se concentra es probable que la colusión sea más factible y ello se vea reflejado en incrementos de comisiones mayores a los estimados aquí. Un análisis más detallado de estas interacciones está fuera del alcance de este estudio.

Si en lugar de estimar el modelo por efectos aleatorios se estima por efectos fijos, los resultados son similares. De hecho el test de Hausman confirma esta igualdad (no hay evidencia suficiente para establecer que los estimadores varían en forma sistemática). Si la concentración fuera endógena, cabría esperar que estuviera correlacionada con  $\alpha_i$  y que sesgara las estimaciones por efectos aleatorios. Como existen varios aspectos regulatorios que afectan directa o indirectamente la concentración, se realizaron también estimaciones de datos de panel con variables instrumentales. El problema es que el análisis dependerá de cuál sea el instrumento elegido, dado que ciertas regulaciones no sólo afectan la competencia y esto podría verse reflejado en la concentración, sino que también afectan directamente los precios. Los resultados usando variables instrumentales incrementan ligeramente (en valor absoluto) el coeficiente estimado para concentración. Nuevamente, estos resultados deben ser tomados con cautela dadas las limitaciones de los datos.

### ***Diseño regulatorio y comisiones promedio***

El análisis anterior tenía el inconveniente de la endogeneidad del grado de concentración. En esta sección se analiza cómo aspectos del diseño regulatorio afectan en forma directa las comisiones netas (medidas como porcentaje del sueldo). El modelo a estimar es:

$$[4] \quad P_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \alpha_i + \mu_{it},$$

donde  $X$  son variables relacionadas con el diseño regulatorio. Muchos de los aspectos regulatorios no varían en el tiempo, por lo que una estimación por efectos fijos no permitirá identificar sus efectos. Asimismo, si los aspectos regulatorios son endógenos en la ecuación [4], una estimación por pooled-OLS o *random effect* será inconsistente. En este sentido, sólo aquellos aspectos

regulatorios que han cambiado en el tiempo podrían ser endógenos, puesto que el resto ha sido diseñado previo a la existencia de un precio.<sup>6</sup> Aun cuando los aspectos regulatorios sean estrictamente exógenos, como la variación es mayormente *cross-section* y no a través del tiempo, con sólo siete países

CUADRO 18  
RELACIÓN ENTRE LA COMISIÓN PROMEDIO DEL  
SISTEMA (COMO PORCENTAJE DEL SUELDO) Y ASPECTOS REGULATORIOS  
(Estimación por pooled-OLS, desviación estándar en paréntesis, se excluye Bolivia)

	(I)	(II)	(III)
1 si cargo fijo	0,2430 (0,1832)	0,4437** (0,2083)	0,169 (0,199)
1 si regula estructura de precios	-0,4859** (0,1896)	-0,4888*** (0,1850)	-0,260 (0,175)
1 si price cap	-0,1233 (0,2029)	-0,2069 (0,2029)	0,186 (0,208)
1 si coexiste con el sistema de reparto			-0,750*** (0,199)
1 si regula tamaño	0,0433 (0,1303)	0,1957 (0,1509)	0,147 (0,135)
Trasposos permitidos por año <sup>1</sup>	-0,5891*** (0,1509)	-0,5705*** (0,1475)	-0,829*** (0,148)
Edad del sistema	-0,0375*** (0,0101)	-0,0346*** (0,0100)	-0,075*** (0,014)
PBI per cápita en ppp (000)		-0,0445* (0,0237)	0,015 (0,026)
Constante	4,7372*** (0,2260)	4,9317*** (80,2436)	5,665*** (0,291)

Notas: 1. Como para varios países han existido cambios en la regulación que no han modificado la cantidad máxima de trasposos pero sí han hecho el traspaso más costoso, una serie que simplemente incluya la cantidad de trasposos permitidos no estaría captando estas diferencias. Para corregir por este efecto, se optó por incluir aspectos cualitativos en la serie. Así, para un país que tenía tres trasposos pero la regulación dificultó los trasposos, se computa en realidad como 2,5 trasposos. Lo correcto sería incluir una medida del costo del traspaso, pero no se contó con información adecuada para construir tal indicador.

\*\*\*, \*\*, \* denotaría significación individual al 1%, 5% y 10% respectivamente si uno pudiera realizar test de hipótesis (es decir, si los resultados provinieran de una muestra grande).

(porque se debe excluir a Bolivia que tiene precios regulados) los resultados no pueden ser analizados económicamente. La estimación por *random effects* se realiza por *feasible generalized least square* (FGLS), y la distribución de los estimadores es obtenida sólo para muestras grandes, por lo que en la estimación con los datos disponibles en este estudio no es posible realizar tests de hipótesis.

Hechas estas aclaraciones, el cuadro debe ser interpretado con suma precaución, dado que son sólo números ilustrativos y no constituyen tests de las hipótesis anteriormente esgrimidas. Un análisis más amplio, que incluya otros países con reformas similares de sus sistemas previsionales (tanto en América latina como en Europa) podría permitir un análisis económico.

En el cuadro 18 se presentan los resultados de una estimación por pooled-OLS de la ecuación [4] excluyendo a Bolivia de la muestra. Si bien la variación en el tiempo de todas las variables es escasa, sólo dos de las ocho variables incluidas no varían en absoluto en el tiempo. Esto quiere decir que los coeficientes estimados podrían ser sesgados en caso de estar correlacionados con los factores no observados (o no incluidos) de la regresión. Dada la escasa variación en el tiempo, un análisis por efectos fijos no es viable.

Si bien este cuadro es ilustrativa y en principio más consistente con hipótesis según las cuales las comisiones de las AFP tienden a disminuir al madurar las reformas, con la mayor facilidad de realizar traspasos y con regulaciones de precios que prohíban la aplicación de cargos fijos (en las cuales de hecho sólo se permiten cargos porcentuales sobre los salarios sujetos a aporte, fácilmente comparables entre AFP), estas hipótesis no pueden ser confirmadas económicamente aquí. A priori, sin embargo, las hipótesis alternativas (en cuanto a que la industria no ha evidenciado una reducción de las comisiones, que la facilidad de traspasos alimenta gastos comerciales de las AFP socialmente improductivos y que encarecen el servicio que deben pagar sus afiliados, o que la desregulación de la estructura de las comisiones de las AFP es el mejor medio para fortalecer la competencia vía precios), no tienen tampoco sustento empírico a partir de esta muestra, y aparecen a priori como menos probables.

Igualmente, debido al carácter exploratorio y preliminar de esta sección, los efectos de estos aspectos regulatorios sobre las comisiones promedio del sistema aún deben ser objeto de discusión abierta y búsqueda de mayor evidencia que sustente las distintas hipótesis.

## NOTAS

1. Sobre la base del documento de base elaborado por Santiago Urbiztondo y Sebastián Auguste, *La reforma provisional en Argentina y América latina: un diagnóstico alternativo de sus aspectos más críticos*, FIEL, noviembre de 2004.

2. A lo largo de este capítulo, salvo cuando se trate específicamente del caso argentino, se utilizará la sigla AFP para denotar a las administradoras de fondos previsionales, aun cuando en algunos países los nombres difieren –por ejemplo, AFJP en la Argentina, AFAP en Uruguay y Afores en México.

3. En FIEL (1998), parte II, Apéndice 1, se estimó preliminarmente que tales economías de escala estaban disponibles hasta alcanzar los 450.000 afiliados. En el anexo al final de este capítulo, tales economías de escala respecto del número de afiliados son confirmadas (para un tamaño algo mayor) con un análisis econométrico más preciso e información más reciente.

4. Se han utilizado diversas fuentes para construir estos cuadros. Especialmente AIOS (2003), Yermo (2002), y Mesa-Lago (2004).

5. Es posible que la variación de la presión impositiva antes y después de la reforma sea la variable relevante para explicar la cobertura. Desafortunadamente no se cuenta con información homogénea de la evolución de los aportes sociales como para incluirla en la regresión.

6. Una opción es analizar una muestra *cross-section* de diferencias en comisiones para las regulaciones iniciales en el sistema. Esto elimina el problema de endogeneidad de las variables explicativas.

---

## Anexo A

# DETERMINANTES DE COSTOS Y ECONOMÍAS DE ESCALA EN LA INDUSTRIA DE LAS AFJP

### 1. INTRODUCCIÓN

En algunos sectores de la economía las funciones de costos han sido ampliamente analizadas y sus estimaciones bien documentadas.<sup>1</sup> Para las AFJP no existen estudios que estimen funciones de costos o economías de escala, aunque por el tipo de servicio en cuestión, podrían ser comparables a ciertos servicios financieros donde hay mayor cantidad de estudios.

Así, por ejemplo, la evidencia empírica sobre la existencia de economías de escala en la industria bancaria suele mostrar resultados variados y conflictivos, en parte debido a que existen diversas formas de estimar las economías de escala, aunque el consenso parece ser que sí existen ciertas economías de escala, en particular para bancos chicos, pero luego de cierto rango estas economías son agotadas.<sup>2</sup> Los estudios recientes encuentran economías de escala a rangos mayores que los estudios anteriores, en parte porque éstos tenían ciertas falencias econométricas (McAllister y McManus, 1993, o Berger y Mester, 1997), pero también porque el avance tecnológico ha expandido el rango de economías de escala. Wheelock y Wilson (2001), por ejemplo, encuentran economías de escala para la industria de bancos comerciales en Estados Unidos pero además encuentran que la escala óptima se ha incrementado casi continuamente desde mediados de los ochenta hasta mediados de los noventa (tal vez por el impacto de la informática). Estos resultados son consistentes con estimaciones previas como las de Berger y Mester (1997), y es además consistente con la ola de fusiones y adquisiciones observada en Estados Unidos y en el mundo. Según el estudio de Wheelock y Wilson, Estados Unidos pasaron de 14.419 bancos comerciales en 1984 a 9.103 en 1997, y fueron los bancos más chicos los que en general fracasaron o fueron absorbidos por bancos mayores.

## 2. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN

Stigler (1958) sugiere una manera sencilla de medir si existen economías de escala en el largo plazo, conocida como “*survivor technique*”. El test consiste en observar si las firmas que sobreviven en el tiempo tienden a crecer, mientras que las firmas más pequeñas tienden a morir. Una manera de testear esto es ver si la probabilidad de que una AFJP muera depende del tamaño. Una AFJP con características  $X$  que se encuentra operando en el mercado con características  $Z$  decidirá irse del mercado si el valor presente de continuar en el negocio es menor que el costo de oportunidad. Como típicamente esta probabilidad depende de la edad de la firma (un hecho estilizado es que firmas más jóvenes tienen probabilidades más altas de morir), la probabilidad de sobrevivir se estima a través de un estudio de “*survival analysis*” donde se modela la probabilidad de sobrevivir un período dado que ya se sobrevivió  $t$  periodos. Nuestro caso de análisis difiere del análisis tradicional

CUADRO A1  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE AFJP Y TAMAÑO PROMEDIO  
(Desviación estándar en paréntesis)

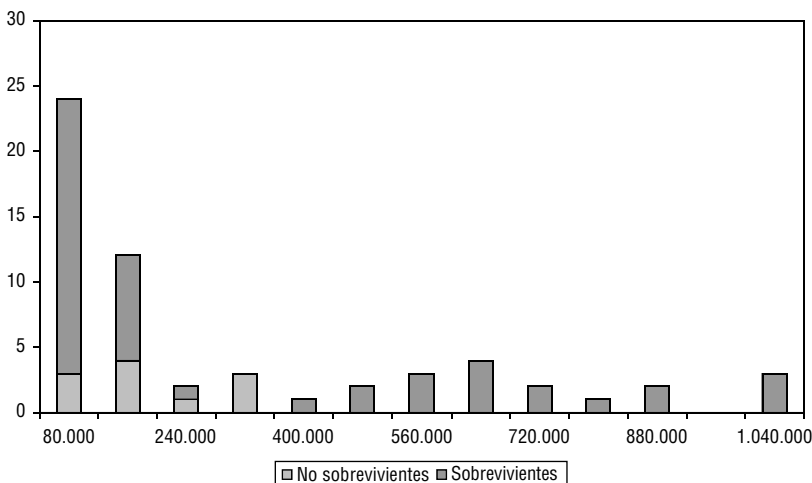
	Número de AFJP			Tamaño promedio (número de afiliados)		
	Salientes	Entrantes	Total	Entrantes	Salientes	Resto
1994	1		21		108.420	158.431 (157.167)
1995	1	1 (Vida)	20	76.665	143.368	230.407 (236.258)
1996	3		20		127.688 (63.755)	280.936 (298.217)
1997	2		17		148.865 (174.539)	382.308 (423.228)
1998	2		15		64.669 (14.106)	533.676 (520.891)
1999	1		13		690.258	597.009 (559.440)
2000	1		12		174.579	681.470 (573.363)
2001	0		11			801.287 (721.147)
2002	0	1 (META)	12	109.399		817.905 (712.160)

en el sentido de que todas las AFJP nacen al mismo tiempo, por lo que en cada momento del tiempo no estamos comparando firmas nuevas con firmas viejas, y un simple análisis probabilístico (por ejemplo probit o logit) resultaría adecuado. Sin embargo, en el caso de las AFJP lo que observamos no es firmas yéndose del mercado sino firmas que son adquiridas o fusionadas con otras firmas. Estas operaciones pueden ser entre firmas de igual tamaño o entre firmas grandes y chicas. Si existen economías de escala y las firmas tienen tamaño heterogéneo, la firma chica tendría mayores costos que la firma grande pero a priori no se podría afirmar que la firma chica es la que deja de existir. Por otro lado, como la prestación es obligatoria para todo trabajador empleado, comparaciones intertemporales generan sesgos porque a medida que el mercado se concentra, las AFJP sobrevivientes se vuelven más grandes. Dada las particularidades de esta industria, la técnica de analizar a los sobrevivientes presenta limitaciones.

El cuadro A1 muestra la evolución del número de AFJP y su tamaño promedio. El tamaño para la firma entrante corresponde al tamaño promedio de las firmas en el primer año de operación, mientras que el tamaño promedio de las firmas salientes corresponde al tamaño promedio del último año de la AFJP que deja de existir; “resto” indica el tamaño de las firmas que no son nuevas ni se están yendo del mercado. En general se puede observar que la firma saliente tiene un tamaño promedio menor al resto.

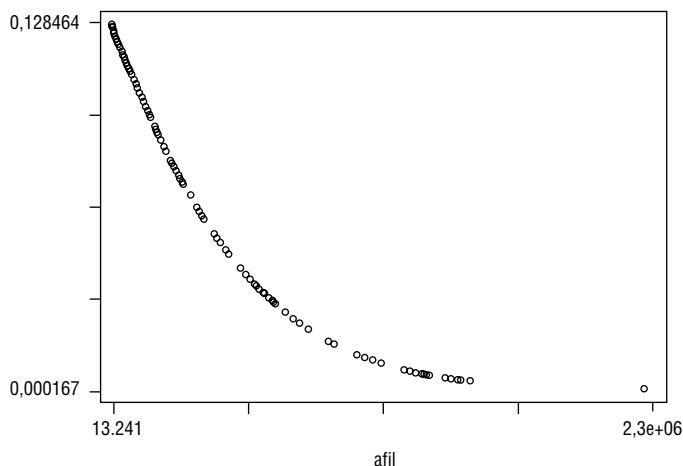
En el gráfico A1 se muestra la distribución de frecuencias por tamaño (medido como número de afiliados) para los años 1995 a 1997. Se puede observar que las firmas salientes están ubicadas en la cola inferior de la distribución.

GRÁFICO A1  
DISTRIBUCIÓN DE FRECUENCIAS POR TAMAÑO (AÑOS 1995 A 1997)



Por último, en el gráfico A2 se muestran las probabilidades de fracaso (AFJP que deja de operar con su nombre) según el tamaño estimado a través de un probit longitudinal.

GRÁFICO A2  
PROBABILIDAD DE FRACASO POR TAMAÑO (NÚMERO DE AFILIADOS)



Nota: corresponde a la probabilidad estimada de fracaso (medido como AFJP que deja de operar con su nombre) de acuerdo con una regresión probit longitudinal (con efectos aleatorios). El coeficiente estimado para tamaño (medido por número de afiliados) es negativo y significativo al 10% (coeficiente =  $-1.07e-06$ , error estándar  $6.43e-07$ , número de observaciones 142).

Esta evidencia sugiere que las AFJP más pequeñas son las que se han ido del mercado, pero resulta presuroso afirmar que esto se debe a economías de escala.

### 3. UN MODELO PARA LA ESTIMACIÓN DE ECONOMÍAS DE ESCALA

Una forma de medir economías de escala es a través de la estimación directa de la función de costos.

$$C^i = C(N^i, r^i, X^i, v^i)$$

Donde  $N^i$  es el *output* que determina la escala,  $r^i$  son los precios de los insumos,  $X^i$  son otras variables (observables) que afectan los costos de la firma



$i$ , y  $v^i$  son variables no observables (para el econometrista), que afectan los costos. Si los costos totales crecen en menor medida que la escala de la AFJP, podemos decir que existen economías de escala. Esto es,

$$C(\lambda N_i, r_i, X_i, v_i) < \lambda C(N_i, r_i, X_i, v_i), \text{ siendo } \lambda > 1.$$

Para poder implementar esta estimación se necesita especificar una función de costos. Una de las más usadas es la función translog. Esta función puede ser interpretada como una aproximación de segundo orden a una función arbitraria de costos. De acuerdo con ciertos supuestos la función de costos translog es el dual de una función general de producción, aunque ésta no sea directamente obtenible (véase Caves, Christensen y Tretheway, 1980).

Existen varios aspectos particulares que deben tenerse en cuenta para el caso de las AFJP. En primer lugar se debe definir cuál es el producto asociado a los costos. El servicio que prestan las AFJP es financiero, gran parte de los costos son administrativos, tales como llevar las cuentas, enviar los resúmenes, etc., que probablemente varíen poco con el monto acumulado o los aportes del afiliado. En la industria financiera, que tiene un esquema de costos parecidos al de las AFJP, suele tomarse la cantidad de personas cubiertas por el servicio como una medida de *output*, al tiempo que los costos de armado de cartera suelen ser tomados como fijos e independientes de la cantidad de afiliados o inversores (véase Durkin y Elliehausen, 1998).

En segundo lugar, si bien no se cuenta con el precio de los insumos, en los estudios de economías de escala estas variables suelen ser omitidas, generalmente también por limitaciones de los datos (véase Bers y Springer, 1997). Además, debe tenerse en cuenta que para el periodo analizado en este trabajo, 1994-2002, los precios de los insumos han sido estables salvo en parte para el último año (2002).<sup>3</sup>

En tercer lugar, dado que existen pocas AFJP, no es posible realizar un análisis de corte transversal. Sin embargo, se cuenta con varios años de información de panel como para realizar un análisis longitudinal (se cuenta con más de 150 observaciones longitudinales). Los datos de panel permiten controlar por características no observables de cada AFJP (asumidas constantes en el tiempo). Si estas características no observables están correlacionadas con las variables explicativas incluidas en la regresión, los estimadores OLS serán sesgados e inconsistentes. Existen razones para pensar que éste puede ser el caso. Dado que  $N$ , el número de afiliados, depende de la propia decisión de los afiliados, es probable que existan características de cada AFJP que afectan sus costos y al mismo tiempo afectan la decisión de los afiliados, lo que violaría el supuesto de que  $cov(v^i, N^i) = 0$ . Por ejemplo,  $v$  incluye características tales como el management de la AFJP. Una estimación de datos de panel con efectos fijos corregiría este sesgo.

Como es probable que exista heterogeneidad debido al tamaño de los fondos, se incluye como variable explicativa el tamaño promedio de los fondos (calculados como los fondos totales de las AFJP divididos por el número de afiliados).

Finalmente, es probable que el factor tiempo sea muy relevante en esta industria. Como el mercado de AFJP fue creado por regulación en 1994, puede ser que los agentes hayan enfrentado costos adicionales en los primeros años, parcialmente generados por problemas de información. Cuando existe información asimétrica respecto del propio "tipo" (como en los modelos de Jovanovic (1982) o Hopenhayn (1992)), es probable que las AFJP iniciales aprendieran acerca del negocio y su productividad una vez que están operando, lo que implica que independientemente de los costos y de las decisiones de los afiliados, es probable que algunas de las nuevas empresas aprendieran que su tipo no era rentable y por ende decidieran dejar el mercado, lo que produce que se concentre el mercado en los ganadores y éstos incrementen su tamaño promedio. Al mismo tiempo es probable que los costos totales se reduzcan debido a que ya no se incurre en costos de lanzamiento ("*start-up costs*") o como producto de ganancias de eficiencia- $x$  (Leibenstein, 1966). En este caso observaríamos una correlación positiva entre tamaño de la AFJP y reducción de costos que es espuria, en el sentido que no está relacionada con economías de escala sino que está relacionada con otros factores que no son directamente observables. Para evitar esto se incluye una variable que representa al tiempo,  $\ln t$  (donde  $t$  toma 1 para 1994 y crece en 1 todos los años).

Tras estas consideraciones, el modelo a estimar es:

$$[1] \ln C_{it} = \gamma_1 \ln N_{it} + \frac{1}{2} \gamma_2 (\ln N_{it})^2 + \gamma_3 \ln F_{it} + \frac{1}{2} \gamma_4 (\ln F_{it})^2 + \gamma_5 \ln N_{it} \ln F_{it} +$$

$$\beta_0 \ln t + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j,it} + v_i + e_{it}$$

donde  $C_{it}$  es el costo total para la AFJP  $i$  en el período  $t$  (excluidos los costos de seguros),  $N$  es el número de afiliados,  $F$  el monto promedio del fondo,  $X$  son otras variables que afectan los costos,  $v^i$  son características no observables de la AFJP  $i$  (que no varían en el tiempo) y  $e$  es un residuo idéntica e independientemente distribuido.

La elasticidad producto estimada de la función de costos (EPE) es obtenida a través de la diferenciación de la función de costos translog con respecto al *output* ( $N$ ):

$$EPE = \frac{\partial \ln C}{\partial \ln N} = \gamma_1 + \gamma_2 \ln N_{it} + \gamma_5 \ln F_{it}$$

El estimador de las economías de escala (EEE) es obtenido como la inversa de la elasticidad producto estimada.

$$EEE = \frac{1}{EPE}$$

Si  $EEE > 1$  entonces la función de costos exhibe economías de escala con respecto al producto. El mismo índice puede ser construido para las otras variables que pueden generar economías de escala, como el fondo promedio que maneja la AFJP. Se denominará a cada una con el subíndice  $N$  o  $F$ .

Nótese que, como  $EEE$  depende del nivel de  $N$  y  $F$ , existen dos alternativas para calcular  $EEE$  una vez que se estimaron los parámetros (ver Noulas, Ray y Miller (1990)). El “*average method*” (AVG) y el “*at the mean method*” (MEAN), según se indica a continuación:

$$EPE_N^{AVG} = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \frac{\partial \ln C}{\partial \ln N} = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\gamma_1 + \gamma_2 \ln N_{it} + \gamma_5 \ln F_{it})$$

$$EPE_N^{MEAN} = (\gamma_1 + \gamma_2 \ln \bar{N} + \gamma_5 \ln \bar{F})$$

O si se consideran economías de escala en relación con los fondos:

$$EPE_F^{AVG} = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \frac{\partial \ln C}{\partial \ln F} = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\gamma_3 + \gamma_4 \ln F_{it} + \gamma_5 \ln N_{it})$$

$$EPE_F^{MEAN} = (\gamma_3 + \gamma_4 \ln \bar{F} + \gamma_5 \ln \bar{N})$$

#### 4. RESULTADOS

Una primera consideración es cómo estimar la ecuación de costos, si por *fixed effects* o por *random effects*. Si alguna de las variables explicativas está correlacionada con la variable no observable  $v^i$ , pooled OLS o *random effects* serán estimadores sesgados e inconsistentes. Existen razones teóricas para pensar que al menos una de las variables explicativas está relacionada con  $v^i$ , el número de afiliados de la AFJP. En el cuadro A2 se estiman versiones simplificadas de la ecuación [1] por ambos métodos. Si la variable explicativa no está correlacionada con el residuo, ambas estimaciones debieran dar una estimación similar. El Test de Hausman precisamente testea esta igualdad. La hipótesis nula es que ambos son iguales, lo que quiere decir que la variable explicativa no estaba correlacionada con el residuo. Como puede observarse en el cuadro A2, efectos fijos es preferible porque el número de afiliados está correlacionado con factores no observables de las AFJP que afectan los costos (para esta variable, columna II, se rechaza la *hipótesis nula en el test de Hausman*).

Se procederá en este capítulo con la estimación por efectos fijos de la ecuación translog de costos. El cuadro A3 muestra los resultados para la estimación de la ecuación [1].

CUADRO A2  
¿EFECTOS FIJOS O ALEATORIOS?  
(Desvío estándar en paréntesis)

	Fixed effects I	Random effects II	Fixed effects III	Random effects IV
lnN	0,492*** 0,037	0,594*** 0,035		
lnF			0,228*** 0,032	0,231*** 0,031
Constante	10,985*** 0,453	9,731*** 0,420	16,990*** 0,026	16,882*** 0,206
Número de observaciones	142	142	142	142
Número de grupos	24	24	24	24
R <sup>2</sup> <i>within</i>	0,60	0,60	0,31	0,31
R <sup>2</sup> <i>between</i>	0,90	0,90	0,14	0,14
R <sup>2</sup> <i>overall</i>	0,88	0,88	0,10	0,10
Test de Significación global	176,28***	295,57***	51,51***	54,7***
Test de Hausman		57,1***		0,51
P-value		0,000		0,475

Notas: significación global corresponde al valor del estadístico para la hipótesis nula de que todos los coeficientes excepto la constante son cero. La hipótesis nula del test de Hausman es que los coeficientes estimados en el modelo de efectos aleatorios y el modelo estimado por efectos fijos no difieren.

\*\*\*, \*\*, \* denota significatividad individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Las columnas I y II incluyen sólo el primer grado de una aproximación de Taylor, con el objetivo de mostrar la significación individual de los principales parámetros. La diferencia entre la columna 1 y 2 es cómo se incorpora el tiempo. En la columna 1 el tiempo entra en manera logarítmica (ln<sub>t</sub>), lo que significa que afecta los costos totales de manera lineal, mientras que en la columna 2 entra en manera lineal (time), lo que implica que afecta los costos totales en forma exponencial (en ambos casos, debido a que se computa el logaritmo del costo como variable dependiente). Las columnas 3 y 4 muestran la estimación completa de [1] usando especificaciones alternativas para la variable tiempo. En estas ecuaciones no tiene mucho sentido analizar la significación individual de cada coeficiente, dado que la multicolinealidad es muy alta (por ejemplo, la correlación entre lnN y (lnN)<sup>2</sup> es de 0,9985). Sin

CUADRO A3  
ESTIMACIÓN EFECTOS FIJOS. FUNCIÓN DE COSTOS TRANSLOG  
(Desviación estándar en paréntesis)

	I	II	III	IV
LnN	0,491*** (0,097)	0,575*** (0,084)	0,347 (0,731)	0,587 (0,690)
(lnN) <sup>2</sup>			0,005 (0,031)	0,002 (0,030)
LnF	0,058 (0,087)	0,077* (0,043)	0,083 (0,377)	-0,059 (0,371)
(lnF) <sup>2</sup>			0,013 (0,021)	0,032 (0,022)
LnF * lnN			-0,002 (0,032)	0,016 (0,032)
Lnt	-0,058 (0,164)		-0,031 (0,172)	
Time		-0,043* (0,026)		-0,073** (0,030)
F	58,57	60,81	28,75	31,22
R <sup>2</sup> <i>within</i>	0,604	0,613	0,606	0,626
R <sup>2</sup> <i>between</i>	0,914	0,915	0,916	0,930
R <sup>2</sup> <i>overall</i>	0,885	0,905	0,884	0,925
Número de observaciones	142	142	142	142
Número de grupos	24	24	24	24

Nota: \*\*\*, \*\*, \* denota significación individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.

embargo, puede resultar una aproximación mejor de la función de costos porque se incluyen más términos de la aproximación de Taylor a una función de costos genérica. Nótese que todas las estimaciones son significativas globalmente y que todos los modelos tienen una alta bondad de ajuste. Las estimaciones de las columnas I y II muestran una elasticidad de costos de 0,491 y 0,575 respectivamente, lo que implica significativas economías de escala (2,04 y 1,74 respectivamente). Nótese también que la ecuación con efecto no lineal del tiempo en la función de costos parece ajustar mejor, aunque los coeficientes estimados no varían significativamente. Los coeficientes estimados implican que el tamaño promedio de los fondos no tiene un efecto muy importante en los costos totales. Un incremento del 1% en el tamaño

promedio de los fondos sólo incrementa los costos totales entre un 0,06% y un 0,08%. Si se considera el modelo con efecto no lineal del tiempo, un año más de experiencia en el mercado reduce los costos totales en un 4,2%, lo que implica ganancias de eficiencia (o *star-up costs*) grandes.

Considerando los modelos más generales (columnas 3 y 4) y utilizando el *average method* se obtienen estimaciones para las elasticidades de costo de 0,414 y 0,613 que implican economías de escala en relación con la cantidad de afiliados del orden de 2,41 y 1,63 respectivamente.

Si se analizan los fondos promedio (para ver si el tamaño de la cartera afecta los costos) se obtienen, usando el *average method*, elasticidades de costo de 0,059 y 0,136 (las estimaciones de las columnas III y IV, respectivamente), lo que confirma que el costo total de las AFJP es relativamente independiente del tamaño de la cartera.

De acuerdo con las estimaciones de la columna III, las economías de escala son agotadas alrededor de los 580.000 afiliados. En el gráfico A3 se grafica esta estimación tomando un F constante al nivel promedio actual, usando las estimaciones de las columnas III y IV del cuadro A3, mientras que en el gráfico A4 se analizan las economías de escala para los fondos por afiliado para una AFJP hipotética con un número de afiliados promedio.

GRÁFICO A3  
COSTOS UNITARIOS EN FUNCIÓN DEL NÚMERO DE AFILIADOS

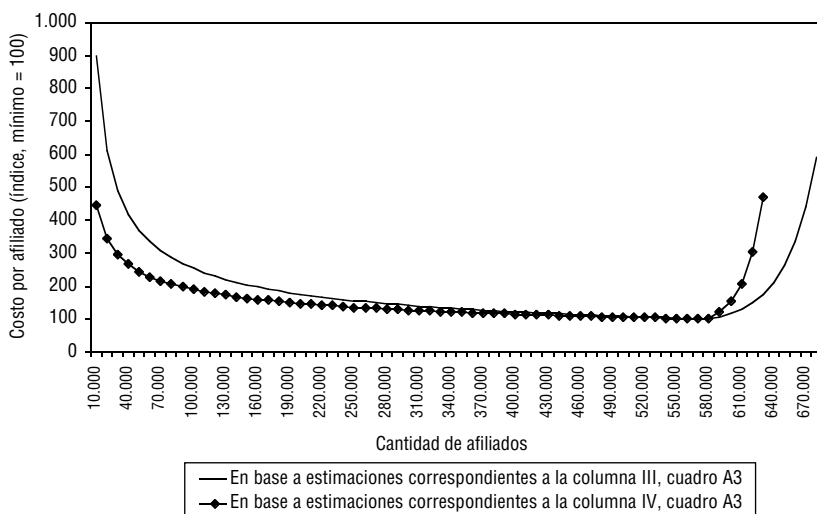
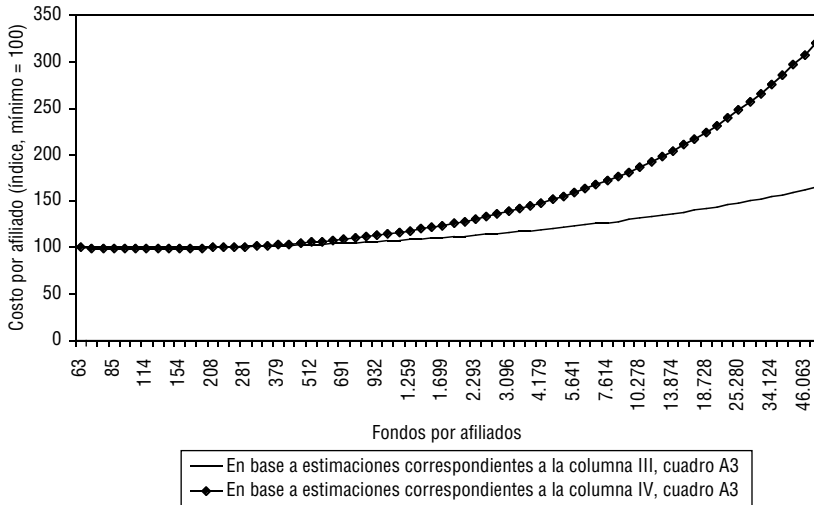


GRÁFICO A4  
COSTOS UNITARIOS EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO DEL FONDO  
ACUMULADO POR AFILIADOS



## 5. COSTOS UNITARIOS

En esta sección se explora cómo el tamaño promedio de la cartera (medido como fondos por afiliados) y el incremento de la cartera (I, medida como ingresos anuales de las AFJP por afiliados) afectan los costos unitarios (medidos como las comisiones como porcentaje del sueldo por afiliado). El modelo estimado por efectos fijos es:

$$[2] \ln(C_{it} / N_{it}) = \gamma_1 \ln I_{it} + \gamma_2 \ln F_{it} + \beta_0 \ln t + v_i + e_{it}$$

En el cuadro A4 se muestran los resultados para distintas especificaciones. En primer lugar se estima el modelo incluyendo sólo I y luego sólo F para ver la correlación simple (columnas I y III). De la columna I surge que el ingreso anual por afiliado de la AFJP está positiva y significativamente asociado con los costos unitarios. Mientras que la columna III muestra que los fondos por afiliados están negativa y significativamente asociados con los costos unitarios. Sin embargo, analizando las columnas II y IV, en ambos casos la inclusión de una variable que refleje el paso del tiempo o la edad del sistema ( $\ln t$ ) vuelve a ambas no significativas (los coeficientes se vuelven menores en valor absoluto, aunque no cambian de signo). Esto sugiere que la variación de costos unitarios ocurre más a lo largo del tiempo que intratemporalmente a través de las AFJP. Esto es particularmente cierto para los fondos, ya que la correlación simple entre  $\ln F$  y  $\ln t$  es 0,77, mientras que entre  $\ln t$  y  $\ln I$  es sólo -0,26. La presencia de colinealidad entre fondos y  $\ln t$  no per-

mite identificar los efectos individuales de ambos. Las columnas V a VIII confirman estos resultados. En la columna V se incluyen ingresos y fondos (que no se encuentran altamente correlacionados). El efecto parcial de los ingresos en los costos unitarios no es significativamente distinto de cero, mientras que el de los fondos sí (reduciendo los costos), pero la inclusión de una variable tiempo (columnas VII y VIII) vuelve a la variable fondos no significativa.

Este análisis implica que los ingresos no afectan significativamente los costos unitarios, mientras que la pregunta de si los fondos los afectan queda aún abierta.

CUADRO A4  
COSTOS UNITARIOS  
Estimación por efectos fijos, desvío estándar en paréntesis

	I	II	III	IV	V	VII	VIII
lnI	0,079*** (0,025)	0,024 (0,021)			0,020 (0,021)	0,021 (0,021)	0,017 (0,019)
lnF			-0,182*** (0,019)	-0,127 (0,101)	-0,176*** (0,021)	-0,114 (0,102)	0,016 (0,047)
Int		-0,343*** (0,041)		-0,111 (0,200)		-0,123 (0,201)	
time							-0,114*** (0,026)
Constante	8,263*** 0,372	5,068*** (0,155)	8,263*** (0,372)	7,352*** (1,687)	8,013*** (0,455)	6,995*** (1,725)	4,869*** (0,824)
R <sup>2</sup> <i>within</i>	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,44	
R <sup>2</sup> <i>between</i>	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03	0,04	
R <sup>2</sup> <i>overall</i>	0,21	0,31	0,21	0,25	0,21	0,26	
Test de significación global	87,83	43,57	87,73	43,81	44,35***	29,53***	
Número de observaciones	142	142	142	142	142	142	142
Número de grupos	24	24	24	24	24	24	24

Nota: \*\*\*, \*\*, \* denota significación individual al 1%, 5% y 10% respectivamente.



## 6. CONCLUSIONES

Al igual que los estudios que analizan economías de escala en servicios financieros, en este anexo se encuentra que para las AFJP argentinas efectivamente existen economías de escala en relación con la cantidad de afiliados. Estas economías de escala se agotarían alrededor de los 580.000 afiliados, lo que implicaría que, con un total de 9 millones de personas afiliadas, el número óptimo de AFJP sería aproximadamente quince.

Por otro lado, el tamaño promedio de los fondos y de los ingresos por afiliados no tienen un efecto significativo en los costos unitarios. La simple correlación entre estas variables y el costo unitario no puede ser diferenciada de la variable tiempo, lo que sugiere que esta simple correlación podría estar captando otros factores que afectan los costos unitarios a medida que el sistema madura.

## NOTAS

1. Véase por ejemplo Berechman (1993) para estimaciones de funciones de costos en la industria de transporte urbano de pasajeros.

2. Véase "Do economies of scale exist in the banking industry?", en *The Regional Economist*, The Federal Reserv Bank of St. Louis, 1999.

3. Las observaciones tienen frecuencia anual, pero combinan el segundo semestre de un año con el primer semestre del año siguiente. Así, la primera observación corresponde al período II.1994-I.1995, y la última observación al período II.2001-I.2002, de forma tal que el incremento en los costos (que como máximo podría ser aproximado por la inflación minorista acumulada en el primer semestre del año 2002 –en torno al 40%–, pero que seguramente fue menor ya que el salario nominal en ese semestre se mantuvo prácticamente sin cambios), sólo afecta la mitad del último período de observación de la muestra.



---

## **Capítulo 5**

# **OPORTUNISMO GUBERNAMENTAL Y RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN: LA EXPERIENCIA ARGENTINA<sup>1</sup>**

### **5.1. ANTECEDENTES**

La reforma previsional de 1994 reemplazó el viejo sistema de reparto, cuyos orígenes se remontan a mediados del siglo pasado. En el viejo sistema, los primeros años superavitarios (con aportantes pero sin jubilados) dieron lugar a la definición excesivamente generosa de condiciones para acceder a beneficios previsionales, y al desvío de buena parte de los fondos excedentes hacia otros objetivos de política económica y social. Así, hacia los años setenta y claramente durante los ochenta, el sistema estaba desfinanciado y resultaba insostenible: la generosidad no podía continuar por carencia de recursos, al incorporarse como beneficiarios del sistema los originales aportantes y sus familiares.

En otras palabras, el sistema se había tornado inviable debido a que la relación entre aportantes y beneficiarios había caído muy por debajo del nivel requerido para su autofinanciamiento, y a que las prestaciones de entonces –alcanzables con un reducido número de años aportados (muchas veces ficticiamente acreditados, sobre la base de salarios no representativos de la vida laboral activa ya que se computaban sólo los mejores tres de los últimos diez años)– simplemente no podían sostenerse, e implicaban una transferencia intergeneracional difícilmente justificable (ya que cargaba sobre las generaciones futuras una responsabilidad de financiar beneficios que ellos no gozarían).

Conforme al nuevo esquema instrumentado con la reforma previsional de 1994, el Estado continuaría administrando las jubilaciones y pensiones (beneficios de aquí en más) pre-existentes, y también tendría a su cargo la administración de dos componentes de los beneficios de los nuevos jubilados: la prestación compensatoria (PC, por los aportes realizados al viejo sistema) y la prestación básica universal (PBU, componente redistributivo que incluye una prestación igual para todos los acreedores al beneficio previsional). Para ello contaría con los aportes patronales y otros recursos fiscales que le fueran concedidos.

Por otra parte, los afiliados activos del nuevo sistema previsional debieron optar entre un régimen con administración privada de sus aportes per-

sonales (AFJP), o un régimen con administración pública. En el primer caso, al momento de acceder a su beneficio previsional, sumarían a su haber un componente de capitalización (CC) resultante del fondo individual que el afiliado acumulara en la AFJP de su elección (dependiente, obviamente, de las comisiones y descuentos por seguros obligatorios, y el rendimiento de su cartera de inversiones). En el segundo caso, el componente adicional que obtendrían sería la denominada prestación adicional por permanencia (PAP), por la cual sumarían un 0,85% del salario promedio (nominal) de los últimos diez años de aportes efectivos, por cada año con aportes al nuevo sistema.<sup>2</sup>

Así, puesto que los haberes previsionales históricos del sistema anterior a 1994 no podían sostenerse en términos agregados y no eran tampoco deseables en términos de equidad entre el esfuerzo del aportante y los beneficios obtenidos (coexistiendo con iguales haberes o beneficios personas que diferían en más de veinte años de aportes, etc.), la evaluación relevante de cuál era la opción más conveniente para cada afiliado debía realizarse en términos de comparar cuánto adicionarían a su beneficio previsional con la administración privada y cuánto con la administración pública de sus aportes previsionales personales, es decir, la comparación entre la CC del régimen privado y la PAP del régimen público.

Los ejercicios teóricos que se realizaban, tanto desde el Estado como desde las nacientes AFJP, establecían la conveniencia de uno u otro régimen en función básicamente del número de años pendientes de vida laboral activa y de la rentabilidad de las colocaciones de cartera de las AFJP (en segunda instancia, también se consideraba el género, el salario del aportante, su evolución futura, y las comisiones de las AFJP). Esos ejercicios, obviamente, arrojaban distintos resultados según los supuestos adoptados, pero claramente mostraban que con una rentabilidad "razonable" de las colocaciones de las AFJP (en torno al 4% anual neto de costos administrativos), los afiliados con al menos veinte años de aportes pendientes deberían optar por el régimen privado.

Resultaba claro entonces (y también después), que la estructura regulada de comisiones por aplicar por las AFJP, por la cual éstas tendrían libertad para determinar una comisión fija y una comisión porcentual sobre el salario sujeto a aportes (que incluyera el costo del seguro de vida e invalidez que contrataran competitivamente, el cual claramente también representa un porcentaje del salario del aportante), implicaba una elevada incidencia del costo privado de administración previsional, mientras el fondo acumulado por cada afiliado no fuese suficientemente elevado. Así, como el aporte personal se fijó en un 11% del salario, una comisión del 3,3% del salario representaría un 30% del aporte, y ese aporte representaría un porcentaje muy elevado del fondo acumulado durante los primeros años. Sólo luego de un número suficientemente extenso de años con aportes, alcanzables por afiliados con edades inferiores a los cuarenta y cinco años y todo nuevo ingresante al mercado laboral, esa comisión sobre el aporte del 30% se transformaría en una comisión muy pequeña sobre el fondo acumulado. En efecto, al cabo de treinta años (es decir, el período mínimo que se requiere para acceder a la jubilación), y conforme a distintos supuestos de rentabilidad y evolución del

salario real, tal comisión sobre el salario equivale a una comisión bruta (incluyendo seguro de vida e invalidez) menor del 2% del fondo acumulado.

Desde otra perspectiva, la comparación a largo plazo entre ambos sistemas no podía realizarse considerando los haberes previsionales al cabo de sólo diez años de aportes, sino que debía contemplar un horizonte relevante para quienes debieran aportar durante toda su vida activa (o al menos treinta años) a uno u otro régimen.

## **5.2. EL OPORTUNISMO GUBERNAMENTAL: ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN POSTERIOR AL DEFAULT**

La reforma previsional argentina ha recibido como crítica más reciente (además de sus elevadas comisiones, escasa cobertura, etc.), su manifiesta incapacidad para evitar comportamientos oportunistas por parte del Estado, evidenciada luego del *default* de la deuda pública a fines de 2001, que afectó prácticamente 2/3 de la cartera de inversiones de las AFJP. De acuerdo con esta crítica, la reforma previsional fue ineficaz para evitar el oportunismo del Estado, que volvió a extraer recursos del sistema según fueron sus necesidades, del mismo modo que lo había hecho recurrentemente en el viejo sistema previsional. Como consecuencia de ello, siguiendo el razonamiento de los más críticos, la rentabilidad obtenida por las AFJP resultó muy magra, desautorizando las proyecciones “optimistas” que se realizaban al momento de lanzar el nuevo sistema en el año 1994. En este último punto, concretamente, no sólo se argumenta sobre la conveniencia de haber elegido el régimen de reparto (y de poder hacerlo de aquí en más aun para quienes ya optaron por el régimen privado de capitalización), sino también sobre la conveniencia de haber mantenido activos en moneda extranjera como forma de evitar la pérdida de valor de los ahorros previsionales producto de la devaluación de 2002.

En otra dimensión, que podría denominarse como “crítica interna” (ya que no se cuestiona la reforma en sí misma sino las decisiones específicas de sus actores centrales), también están surgiendo distintos reparos sobre la decisión que adoptaron las AFJP privadas (incluyendo Orígenes) al rechazar el canje de deuda pública ofrecido en el año 2003 (oferta que sí aceptó Nación AFJP), en el cual los términos fueron algo mejores que los de la oferta actual (del 1º de noviembre del 2004) y que por ende habrían permitido una rentabilidad superior de los ahorros previsionales.

A continuación se analiza la validez de esta posición, distinguiendo el caso de las AFJP privadas del caso de la AFJP Nación.

## **5.3. LA RENTABILIDAD Y SOLIDEZ DE LAS INVERSIONES DE LAS AFJP: OBSERVACIONES BÁSICAS INICIALES**

En términos absolutos, es decir, considerando la situación de la cartera de las AFJP entre el año 2001 y 2004, es relativamente obvio que el rendi-

miento del ahorro previsional hubiese sido mayor si la exposición a los títulos públicos hubiese sido menor.

Tal conclusión, sin embargo, típicamente supone la ausencia de restricciones en la colocación de fondos por parte de las AFJP. Es decir, se supone implícitamente que las AFJP podían comprar moneda extranjera o activos financieros en el exterior, aun cuando tales instrumentos estaban y aún están fuertemente limitados por la regulación vigente desde el propio inicio de la reforma. Alternativamente se formulan comparaciones contra-fácticas en las cuales las AFJP deberían tener previsión perfecta en la selección de los instrumentos financieros regulatoriamente admisibles. Del mismo modo, es relativamente obvio concluir que el límite del 50% de exposición de la cartera de las AFJP en títulos públicos fue relajado desde mediados del año 2001, y que ese hecho agravó la dependencia de la rentabilidad de los ahorros previsionales respecto de la conducta fiscal y la insolvencia del Estado soberano.

Sin embargo, la evaluación de la reforma en su conjunto, y de las decisiones de inversión de las AFJP dentro de ella, debe realizarse considerando todo el período relevante para el ahorro previsional: en efecto, sería muy ingenuo pretender que en cada momento del tiempo la cartera seleccionada por las AFJP representara las mejores opciones (de hecho, salvo situaciones puramente teóricas, siempre existirá una cartera alternativa a la elegida que en un mes, o en un año, o en tres años, hubiese significado una rentabilidad mayor). En términos corrientes, “nadie tiene el diario de mañana”.

Las decisiones de cartera de las AFJP, entonces, deben evaluarse en un horizonte extenso, comparándoselas con alternativas razonablemente factibles, y tomando en cuenta también las restricciones impuestas por la regulación prudencial específica.

Así, del mismo modo que nunca fue posible o relevante comparar el régimen de capitalización con el régimen de reparto considerando sólo diez años de aportes, tampoco es razonable comparar el rendimiento de las AFJP entre 2001 y 2004, o entre 1994 y 2004, con el valor de los aportes dolarizados en ese subperíodo de la vida laboral activa. La comparación entre el régimen de capitalización con otras opciones de inversión previsional, sean éstas el régimen de reparto, una simple colocación financiera o el ahorro en moneda dura (dólares), debe realizarse en un horizonte de al menos treinta años. En consecuencia, en el caso argentino en particular, la evaluación de la reforma previsional en términos de la rentabilidad brindada a sus afiliados, requiere proyectar la evolución de distintas variables que determinan esa rentabilidad, en las distintas opciones salientes. Éste es el ejercicio que se realiza a continuación.

#### **5.4. RENTABILIDADES Y BENEFICIOS DE DISTINTOS MECANISMOS DE AHORRO PREVISIONAL**

En esta sección se comparan las rentabilidades netas de comisiones y costos del seguro de vida e invalidez de las AFJP en la Argentina –distinguiendo entre el conjunto de AFJP privadas y Nación AFJP–, con las rentabi-

lidades alcanzables por medio de tres mecanismos alternativos de ahorro previsional: a) un sistema ideal de reparto;<sup>3</sup> b) el régimen de reparto tal cual funciona actualmente en la Argentina, y c) la tenencia de “dólares de colchón” (esto es, el depósito de dólares en cajas de seguridad). Ese ejercicio, que intenta considerar alternativas al costo de oportunidad del ahorro previsional obligatorio canalizado hacia las AFJP, también permite comparar el haber previsional obtenible por estas diferentes vías (a partir de un aporte personal estable del 11% del salario).

Las proyecciones de cada caso son muy conservadoras, en el sentido de evitar que el ahorro previsional canalizado por medio de las AFJP tenga un rendimiento elevado producto de supuestos generosos e irrealizables. En ese sentido, el ejercicio de esta sección contiene una estimación sobre la situación menos favorable para las AFJP y sus afiliados.

En primer lugar, para todas las opciones de ahorro previsional, la información del período II.1994-I. 2004 es la observada (tanto en cuanto a cotización del dólar, como inflación, comisiones brutas de las AFJP, rendimiento de las carteras de inversión, etc.). La tasa de aporte previsional se considera del 11%, dejando de lado la reducción transitoria entre diciembre de 2001 y (en principio) 2005, llevada a cabo en el régimen de capitalización.<sup>4</sup> En lo que respecta a salarios, se suponen constantes hasta II.2000-I.2001, y aumentos del 4% en II.2001-I.2002, del 8% en II.2002-I.2003, y del 15% en II.2003-I.2004 (valores que aproximan la evolución de los salarios reales de los aportantes al sistema previsional).<sup>5</sup>

En segundo lugar, las comisiones computadas no distinguen entre cargos fijos y variables (de forma tal que la estimación corresponde a un individuo promedio, sin contemplar diferencias según sus distintos ingresos –relevantes hasta el año 2001, ya que luego se eliminaron los cargos fijos y por ende no hay diferencias de rentabilidad ni comisiones entre distintos individuos según sean sus ingresos). En el caso del conjunto del sistema y de las AFJP privadas, la información sobre comisiones (brutas) y rentabilidades de cartera son promedios ponderados según la metodología empleada por la SAFJP.

En tercer lugar, las rentabilidades de cartera de las distintas AFJP para todo el período II.1994-I.2004 se computan utilizando rentabilidades reales anuales, resultantes de reconocer que los valores informados hasta ahora por la SAFJP, que contabilizan la cartera de títulos públicos por encima de su verdadero valor de mercado, son artificiales. Así, se han estimado cuáles serían los valores reales, efectivos, de las carteras de cada una de las AFJP después de la renegociación de la deuda (sobre la base de lo establecido en el decreto 1.375/04 del 1º de noviembre específicamente para ellas), según las cotizaciones de mercado proyectadas para la nueva deuda pública emitida y a ser receptada por las AFJP. En ese sentido, el supuesto implícito es que la rentabilidad anual histórica corresponde a un valor actual de la cuotaparte alcanzable por medio de una hipotética venta inmediata de toda la cartera de inversiones de las AFJP (suponiendo que ello no afectaría el precio de mercado), de forma tal de evitar en lo posible que el resultado dependa de decisiones administrativas o contables adoptadas por la SAFJP. Las reducciones del valor de las cuotapartes (considerando los valores informados al 30 de

junio de 2004) son las siguientes: 19,3% en el caso del sistema en su conjunto, 20,9% en el caso de las AFJP privadas, y 8,6% en el caso de Nación AFJP, implicando rentabilidades anuales históricas reales promedio del 7,12%, 6,83% y 9,54%, respectivamente.<sup>6</sup>

En cuarto lugar, al momento de establecer correspondencias entre beneficios alcanzables en el régimen de capitalización y en el de reparto, se consideró una sobrevivida de veinte años al momento de retiro, computando el beneficio de capitalización como una renta vitalicia alcanzable con esa sobrevivida y en función del fondo acumulado.<sup>7</sup>

En quinto lugar, los supuestos sobre la evolución posterior de las distintas variables también fueron conservadores, según se resume en el siguiente cuadro:

- a) La rentabilidad real de la cartera de las AFJP es igual a la rentabilidad promedio histórica del sistema. Así, la rentabilidad real de la cartera de todas las AFJP se supone igual a 7,12% a partir de II.2004–I.2005. Estos valores claramente son en conjunto conservadores,<sup>8</sup> al tiempo que son también razonables para considerar las diferencias esperables entre las distintas AFJP en el futuro.<sup>9</sup>
- b) Las comisiones brutas (incluyendo el seguro de vida e invalidez) de las AFJP a futuro se mantienen en el mismo porcentaje del salario respecto de los valores observados en junio de 2004 (2,55% para el sistema en su conjunto, 2,57% en el caso de las AFJP privadas y 2,35% en el caso de Nación AFJP).<sup>10</sup> Nuevamente, ésta es una proyección relativamente conservadora al suponer implícitamente que la reducción de comisiones (como porcentaje del salario) verificada en los últimos tres años llegó a su fin.
- c) La tasa de crecimiento poblacional se supone en un 1% para todo el período, en línea con los estudios y proyecciones poblacionales del organismo oficial de estadísticas (INDEC).
- d) El dólar estadounidense mantiene su poder adquisitivo en la Argentina (esto es, la evolución del dólar a partir de II. 2004–I.2005 es similar a la evolución de la inflación doméstica minorista).
- e) La inflación minorista anual se proyecta en un valor similar al promedio del período II.1994–I.2004, esto es, 4,317%, y alternativamente se consideran inflaciones anuales del 10% y del 1% para realizar breves comparaciones de consistencia y sensibilidad.
- f) El salario real se supone alternativamente creciente al 2% real por año, o constante en términos reales (ambos supuestos, obviamente, son más favorables para los esquemas de reparto que lo alcanzable si se proyectara linealmente lo ocurrido con esta variable entre 1994 y 2004 –esto es, una reducción salarial en términos reales, particularmente entre 2001 y 2004–).

Los resultados se resumen en el cuadro 1. Como se observa allí, tanto las rentabilidades equivalentes (o tasas internas de retorno, ya que están descontados los costos de comisiones y seguros de vida) como los haberes previ-



**CUADRO 1**  
**SÍNTESIS DE DISTINTOS EJERCICIOS DE PROYECCIÓN<sup>1</sup>**  
**(En porcentajes)**

1. Próximos 25 años replican promedio en II.1994-I.2004, pero el salario real crece el 2% anual

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W) *	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,31	5,63	66,8	100,1
AFJP privadas	5,25	5,58	66,2	99,2
AFJP Nación	5,82	6,04	72,9	108,7
Reparto ideal	1,90	2,06	38,9	51,0
Reparto actual (PAP)	-1,13	-0,64	25,6	32,9
Dólar "colchón"	1,47	1,07	36,6	43,2

2. Ídem 1, pero la inflación desde 2004-2005 es del 10% anual

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W) *	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,31	5,63	66,8	100,1
AFJP privadas	5,25	5,58	66,2	99,2
AFJP Nación	5,82	6,04	72,9	108,7
Reparto ideal	1,90	2,06	38,9	51,0
Reparto actual (PAP)	-2,75	-2,03	20,9	26,9
Dólar "colchón"	1,47	1,07	36,6	43,2

3. Ídem 1, pero la inflación desde 2004-2005 es del 1% anual

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W) *	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,31	5,63	66,8	100,1
AFJP privadas	5,25	5,58	66,2	99,2
AFJP Nación	5,82	6,04	72,9	108,7
Reparto ideal	1,90	2,06	38,9	51,0
Reparto actual (PAP)	-0,13	0,23	29,2	37,6
Dólar "colchón"	1,47	1,07	36,6	43,2

CUADRO 1 (cont.)  
4. Ídem 1, pero el salario real permanece constante

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W)*	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,37	5,69	61,9	91,0
AFJP privadas	5,32	5,64	61,3	90,1
AFJP Nación	5,89	6,10	67,8	99,4
Reparto ideal	0,56	0,62	28,0	33,4
Reparto actual (PAP)	-2,28	-1,93	18,6	21,7
Dólar "colchón"	1,55	1,16	32,6	36,7

\* Expresado en porcentaje del salario de aporte en el año 1994.

1. Información hasta 2003-2004 son datos observados (manteniendo la tasa de aporte en 11%) y asumiendo las siguientes reducciones del valor de las cuotas partes después del default: 19,3% para todo el sistema; 20,9% para AFJP privadas, y 8,62% para AFJP Nación. Las comisiones posteriores son las del último año.

Rentabilidad real de la cartera de AFJP proyectada es el promedio anual del sistema hasta 2003-2004 (7,12%).

El poder adquisitivo del dólar se supone constante a partir de 2004-2005. La población crece al 1% anual.

Fuente: FIEL.

sionales del régimen de capitalización, son significativamente superiores a los de las otras alternativas, particular respecto de la opción de reparto efectivamente vigente. Estas ventajas son aún mayores considerando una vida laboral activa con treinta y cinco años de aporte en vez de sólo treinta años (mínimo requerido), situación más factible para los hombres que ingresan al mercado laboral con veintiséis años de edad, considerando una probabilidad del 10% de desempleo durante la vida laboral activa (de forma tal que aportan durante 35,1 años de los treinta y nueve años hasta alcanzar la edad de retiro).

Claramente, la rentabilidad de Nación AFJP ha sido superior a la de las AFJP privadas. A su vez, la opción de reparto tal como ha sido diseñada en la Argentina, con rentabilidades anuales equivalentes negativas en los casos indicados (salvo cuando la inflación es 1% anual, el salario crece al 2% real, y se consideran treinta y cinco años de aportes), es la peor opción entre todas, y se ve negativamente afectada por un mayor nivel inflacionario (ya que reduce el valor real del promedio lineal de los salarios nominales de los últimos diez años de aportes) y por una menor tasa de crecimiento del salario real (este efecto también es importante en el caso del reparto ideal, mientras que en los regímenes de capitalización o el ahorro en dólares los impactos son casi despreciables).<sup>11</sup>

En lo que respecta a la razonabilidad de los supuestos utilizados al proyectar la rentabilidad futura de las colocaciones de cartera de las AFJP, podrían realizarse ejercicios con valores menores, en torno al 4 o 5% anual por ejemplo, pero en ese caso también sería razonable suponer un crecimiento del salario real menor del 2% anual, dejando relativamente intacta la comparación entre los regímenes de reparto y de capitalización. Por otra parte, debe notarse que suponer un poder adquisitivo real del dólar constante a futuro implica favorecer la opción del ahorro en “dólar colchón”, ya que el tipo de cambio real actualmente vigente en la Argentina es uno de los mayores de la historia, y las distintas proyecciones macroeconómicas al presente indefectiblemente incluyen algún grado de apreciación cambiaria en el mediano y largo plazo.

Una reflexión final corresponde a la identificación del porqué de estas diferencias de rendimiento privado del ahorro previsional en las distintas alternativas. Por un lado, en situaciones de estabilidad macroeconómica y cumplimiento de los compromisos fiscales, las diferencias entre la rentabilidad privada alcanzable en el régimen de capitalización y el régimen de reparto en la Argentina dependen de sus respectivos diseños, y específicamente, de los requisitos para acceder a los beneficios, el cómputo de la PAP, etc. En la Argentina, la definición de la PAP en función del salario promedio nominal de los últimos diez años aportados penaliza el ahorro en este régimen en un contexto inflacionario, pero lo beneficia en situaciones de fuerte crecimiento salarial (concentrado en los últimos años activos) individual (el sistema de reparto ideal, en cambio, sólo premia el crecimiento salarial colectivo durante toda la vida activa).

Por otro lado, sin embargo, existen otras características intrínsecas de ambos regímenes, vinculadas al destino de los aportes individuales en cada caso, que explican diferentes rendimientos de cada régimen. Primero, existe una potencial diferencia de eficiencia en la administración de los fondos previsionales bajo ambos regímenes. Por un lado, las AFJP deben competir entre sí y seleccionar su cartera de manera eficiente sujeto a las restricciones regulatorias que se les impongan. Por otro lado, el Estado no enfrenta ese test de mercado (o sus consecuencias no recaen sobre sus representantes pasajeros), y por ende tiene menores incentivos para potenciar la tasa interna de retorno del aporte privado vía una minimización del costo administrativo de la ANSES y del seguro de vida e invalidez (o el otorgamiento de beneficios por pensiones), el otorgamiento de beneficios a quienes certifiquen fehacientemente sus aportes, etc. Desde ese punto de vista, el 0,85% del salario promedio nominal de los últimos diez años, por año con aportes al sistema, que define la PAP, podría elevarse al 1% o más si la administración pública centralizada de estos aportes fuese más eficiente, o si no se financiara parte de las obligaciones del sistema previsional residual por medio de los aportes personales de los actuales afiliados al régimen público.

Segundo, ante incumplimientos de compromisos públicos, concretamente el caso del *default* de la deuda pública en el año 2002, la exposición de los ahorros previsionales a esa acción puede variar entre ambos regímenes (aun cuando en el de reparto, en apariencia, no habría efecto alguno). En efecto,

resulta claro que la rentabilidad de las carteras de las AFJP en la Argentina habría sido mayor si su exposición en títulos públicos hubiese sido menor, y que tal exposición depende de decisiones voluntarias de las AFJP pero también de los límites de cartera que se fijen regulatoriamente, y de acciones públicas (implícita o explícitamente) coercitivas (como las adoptadas en la segunda mitad del año 2001 y que se mantuvieron durante parte del año 2002), pero ha sido también claro a partir de la experiencia argentina que tal *default* puede estar (con muy alta probabilidad) acompañado de otras disrupciones fuertes en la organización económica (devaluación y ruptura generalizada de contratos mediante, en un contexto de fuerte crisis política, social e institucional), que afectan directamente los salarios reales de los aportantes y con ellos la rentabilidad alcanzada por los futuros beneficiarios del régimen de reparto.

En efecto, según se muestra en el ejercicio resumido en el cuadro 2, suponiendo una inflación anual del 4%, un crecimiento anual de la población del 1%, un crecimiento del salario real del 2% anual, y una comisión bruta del 2,8% del salario sujeto a aportes, un eventual *default* de la deuda pública que al año diez de iniciado el período de aportes (de treinta años) cause una reducción del 2% en el rendimiento anual promedio de la cartera de las

CUADRO 2

Supuestos		
Rentabilidad real anual cartera de las AFJP, antes de la devaluación		9,00%
Inflación anual		4,0%
Tasa de crecimiento del salario real		2,0%
Comisión bruta (% sobre salario sujeto a aporte)		2,8%
Tasa anual de crecimiento poblacional		1,0%
Reducción del salario real en el año 10 (por efecto del <i>default</i> )		15,0%
Reducción de rentabilidad de la cartera de las AFJP por efecto del <i>default</i> en el año 10		2,0%
Situación posterior al <i>default</i> , treinta años de aportes		
	AFJP	Reparto
Pérdida de puntos de rentabilidad	2,0%	0,7%
Pérdida porcentaje del beneficio previsional	34,9%	15,0%
Beneficio relativo a AFJP sin <i>default</i>	1	0,30
Beneficio relativo a AFJP después del <i>default</i>	1	0,40

Fuente: FIEL.

AFJP (para los treinta años de aportes supuestos) y una reducción de una vez del 15% del salario real (continuando con la tendencia previa a partir de entonces), genera una reducción del beneficio previsional del 35% en el caso del régimen de capitalización y del 30% en el caso del régimen de reparto, pasando a representar este último el 40% (en vez del 30%) del beneficio correspondiente al régimen de capitalización.

Así, la expropiación de los ahorros previsionales de los afiliados a las AFJP que se atribuye al *default* (por el cual efectivamente la rentabilidad promedio disminuyó aproximadamente del 9 al 7%, y el salario real cayó un 15%, como en el ejercicio anterior) existió en sentido estricto observando la variación del valor de la cartera entre 2001 y 2004, pero también la sufrieron los aportantes al sistema de reparto, quienes igualmente obtendrán beneficios previsionales significativamente inferiores a los que hubieran accedido en el régimen de capitalización.

En definitiva, evaluado en sus once años de existencia y proyectando los resultados posteriores al *default* hacia el futuro, la reforma previsional permitió a los nuevos afiliados al régimen de capitalización protegerse de la penalización de sus ahorros que hubieran sufrido en el régimen de reparto, aun en un régimen ideal, pero mucho más aún en el régimen de reparto argentino. A diferencia de los depósitos en dólares en el sistema financiero, en los cuales la moneda de origen no fue respetada, en el caso de la reforma previsional jamás hubo una garantía de rendimientos positivos (salvo en el caso de Nación AFJP, con un rendimiento garantizado del 4% real anual que se ha respetado holgadamente), y mucho menos garantías sobre el mantenimiento en dólares de los ahorros (aun cuando una proyección razonable, tal como se llevó a cabo en este capítulo, permite ver que esa garantía igualmente hubiera sido holgadamente sobrecumplida por todas las AFJP, ya que el rendimiento de sus carteras genera un beneficio previsional significativamente superior al alcanzable por medio del simple ahorro en dólares de colchón).

## NOTAS

1. Sobre la base del documento de base elaborado por Santiago Urbiztondo y Sebastián Auguste, *La reforma provisional en Argentina y América latina: un diagnóstico alternativo de sus aspectos más críticos*, FIEL, noviembre de 2004.

2. Los detalles de casos especiales, por los cuales se definen distintos beneficios según edad avanzada, derechos de pensiones, etc., no serán considerados en este trabajo.

3. El sistema ideal de reparto otorga beneficios previsionales al conjunto de beneficiarios en igual cantidad a los aportes del momento, que evolucionan con el salario real y el crecimiento poblacional. Así, la rentabilidad anual del sistema de reparto ideal es aproximadamente igual a la suma de la tasa de crecimiento del salario real y la tasa de crecimiento de la población.

4. Este supuesto es correcto con el fin de comparar sistemas alternativos basados en los mismos montos aportados por sus afiliados. En definitiva, los afiliados al régimen de capitalización pudieron haber complementado sus aportes obligatorios (del 5% al principio y del 7% actualmente) con aportes voluntarios que restablecieran la tasa

de aporte del 11%, sin enfrentar sobre estos aportes mayores costos de comisión o del seguro de vida e invalidez (definidos como porcentajes de los salarios sujetos a aporte, e independientes de la tasa de aporte). En efecto, puesto que los costos de las AFJP no dependen prácticamente de cuál sea la tasa de aporte pero sí dependen centralmente de la evolución del salario sujeto a aportes (ya que sus propios costos son básicamente no transables con igual comportamiento), la actual comisión promedio del sistema no cambiaría (como porcentaje del salario) si la tasa de aporte fuese el 11% u otro porcentaje.

5. La información tiene carácter anual; debido a la fecha de lanzamiento del sistema, el primer año se construye con el segundo semestre de 1994 (II.1994) y el primer semestre de 1995 (I.1995), etc.

6. La rentabilidad histórica que de hecho se informará a los afiliados, al valorar como *investment* (esto es, a valor nominal) los cuasipar que recibirán las AFJP luego del canje, es relativamente similar a la informada hasta aquí por la SAFJP en sus últimas memorias trimestrales, por lo cual los afiliados no percibirán quita alguna en términos absolutos. Si bien esta contabilización ficticia de las carteras implica una mayor rentabilidad histórica para el régimen de capitalización, la proyección de esa rentabilidad a futuro debería en ese caso ser menor a la que efectivamente obtendrán en sus nuevas colocaciones (ya que la rentabilidad sobre la cartera de títulos valuados como *investment* tendrá un rendimiento mucho más reducido que el correspondiente a la valuación de mercado de tales títulos). En definitiva, el resultado real del sistema, y sus distintas AFJP, no cambiaría significativamente tomando como punto de evaluación años posteriores a 2025.

7. Dado el fondo acumulado ( $F$ ), la renta vitalicia ( $R$ ) determinada es:  $R = F * a$ , donde  $a = g/(1+g)/[(1/(1+g))^t - 1]$ , con  $g$  = tasa de descuento y  $t$  = sobrevida del individuo al momento del retiro. Utilizando la tasa de descuento del 4% anual (que aplican las AFJP) y para una sobrevida de veinte años, la renta vitalicia anual equivale al 11,56% del fondo acumulado al momento del retiro.

8. Obviamente son factibles al ser valores históricos que incluyen el efecto de un *default*, y suponen implícitamente un riesgo país en torno a los 400 puntos básicos, lo cual implica niveles consistentes con el análisis realizado en el capítulo 1 de este informe. Por otra parte, estas rentabilidades también son inferiores a las de cualquier sistema previsional en América latina –en Chile, por ejemplo, la rentabilidad anual real promedio del sistema, al cabo de más de veinte años de la reforma, es de 10,3%, mientras que en Perú, cuyas AFP lograron la menor rentabilidad real en la región, ésta ha sido del 6,6%.

9. Este supuesto implica desconocer las diferentes rentabilidades que hasta ahora obtuvieron las AFJP, en particular, la diferencia entre las AFJP privadas y Nación AFJP. Sin embargo, no sería apropiado proyectar diferencias de rentabilidad a favor de Nación AFJP producto de una decisión diferente en ocasión de un *default* de la deuda pública, ya que a futuro no se espera que exista tal *default* o que las AFJP difieran en sus decisiones al respecto. Por otro lado, podría tomarse la rentabilidad promedio de cada AFJP hasta el año 2001, lo cual penalizaría a Nación AFJP y acentuaría la convergencia de rentabilidades netas para los futuros beneficiarios del régimen de capitalización, pero ello tampoco llevaría a diferencias significativas y resultaría un supuesto más especulativo que el adoptado aquí, por el cual la calidad esperada de administración de las carteras de inversión de las AFJP es la misma al no haber motivos suficientemente objetivos para esperar lo contrario.

10. El descuento del costo del seguro de vida e invalidez de los aportes personales es explícito en el caso del régimen de capitalización, pero sólo implícito (aunque no nulo) en el caso del régimen de reparto (ya que la definición del porcentaje del 0,85% de

la PAP obedece en parte al costo promedio de este seguro), razón por la cual corresponde aplicar la comisión bruta del fondo acumulado para comparar ambos sistemas.

11. En el caso de las AFJP la rentabilidad es algo menor cuando el salario futuro no crece porque se pierden años con aportes crecientes donde la incidencia de la comisión es menor, y en el caso del dólar la rentabilidad es algo mayor porque la rentabilidad nula que se obtiene a partir de 2004-2005, dado un tipo de cambio real constante, se aplica sobre un aporte menor y por ende reduce la ponderación sobre el aporte total).





---

## **Capítulo 6**

# **EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE LOS HABERES Y DEL DÉFICIT DEL SISTEMA PÚBLICO**

### **6.1. EVOLUCIÓN DE LOS HABERES PREVISIONALES**

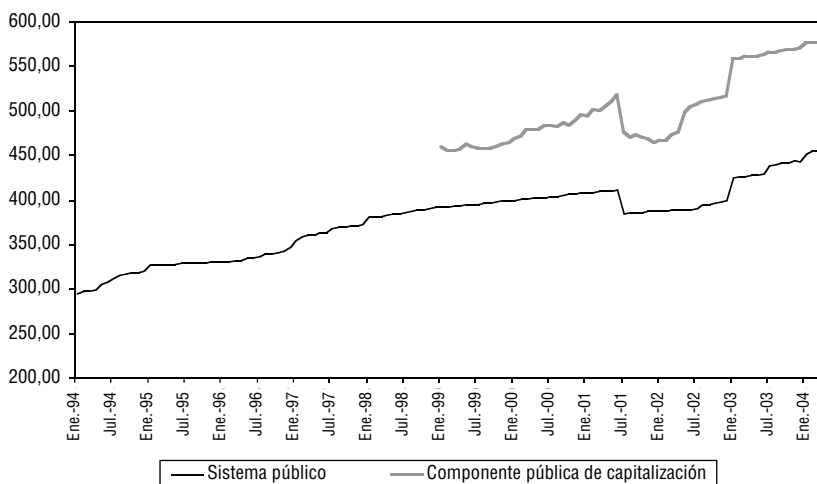
Si bien la reforma de pensiones estableció un mecanismo automático de ajuste de las pensiones (al vincularlas con los aportes promedio al sistema), en forma temprana se decidió eliminar ese ajuste. Poco menos de un año antes de haber entrado en vigencia el nuevo sistema, a comienzos de 1995, el Congreso aprobó la Ley de Solidaridad Previsional, que eliminaba la movilidad automática de los haberes pagados por el sector público. La crisis macroeconómica de ese momento (Tequila) proporcionaba los fundamentos para limitar no sólo los pagos por juicios contra el Estado que habían iniciado los beneficiarios del viejo sistema, sino que se introducía sobre las pasividades la misma nominalidad que imponía la ley de convertibilidad sobre otras variables.

A pesar del virtual congelamiento de los haberes individuales a partir de la ley, los haberes promedio en moneda corriente mantuvieron una tendencia creciente. Como el haber medio del sistema es el promedio de lo que perciben los beneficiarios, el aumento se debe básicamente al cambio en la composición de los beneficiarios. A medida que transcurre el tiempo la proporción de beneficiarios del nuevo sistema se incrementa, y con el cambio de diseño de 1994 tuvieron mayor peso los jubilados con haberes más altos.

En efecto, con la reforma del sistema se elevó de entrada el piso jubilatorio: el haber mínimo es más elevado en el nuevo sistema ya que todo beneficiario percibe la PBU más los restantes componentes que le correspondan (PC, PAP o haber de capitalización). Mientras el haber mínimo jubilatorio en el viejo sistema era de \$ 150, en 1994 la PBU se fijó en 157,5 pesos, para incrementarse a \$ 200 desde mediados de 1997. Con ello los nuevos jubilados se aseguraron en promedio haberes nominales más altos que los beneficiarios del viejo sistema.

Los gráficos ilustran la evolución nominal y real de los haberes. Por un lado el haber promedio del sistema público mantuvo una tendencia creciente, desde \$ 300 a comienzos del año 1994 a poco más de \$ 400 a comienzos del año 2001, con un significativo incremento en términos reales. La componen-

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DE LA JUBILACIÓN MEDIA EN PESOS CORRIENTES



Nota: En julio del 2001 se aplicó una quita del 13% a los haberes más altos, que quedó sin efecto desde diciembre de 2003.

GRÁFICO 2  
HABER MEDIO JUBILATORIO EN TÉRMINOS REALES  
Base 1999 = 100

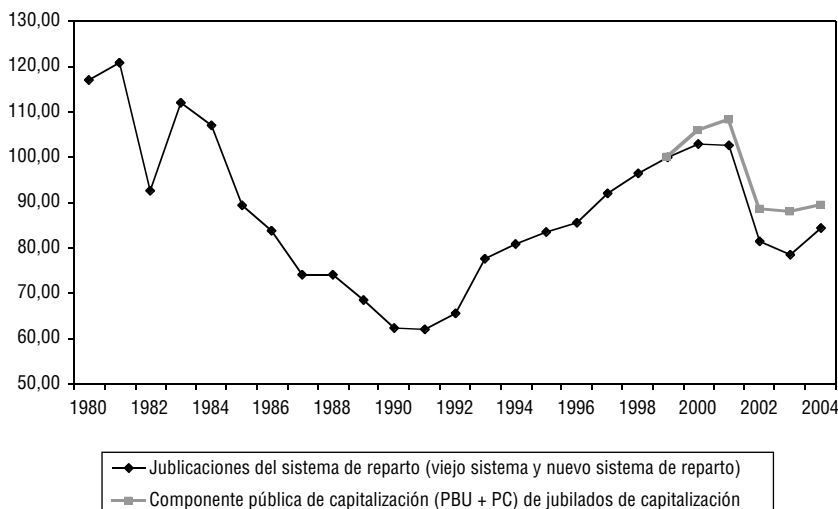
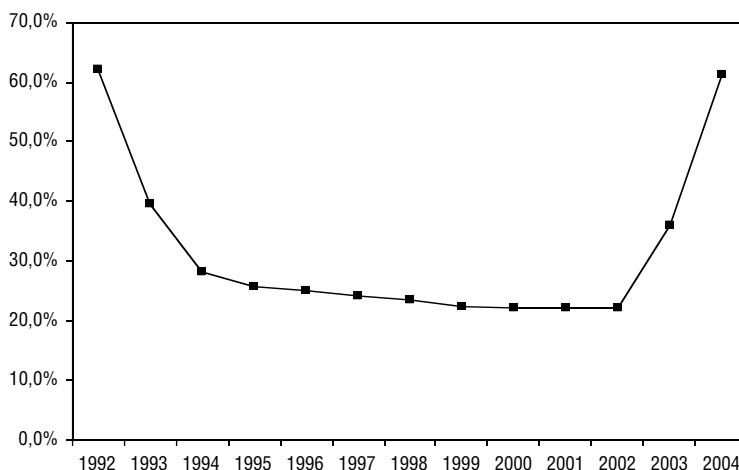


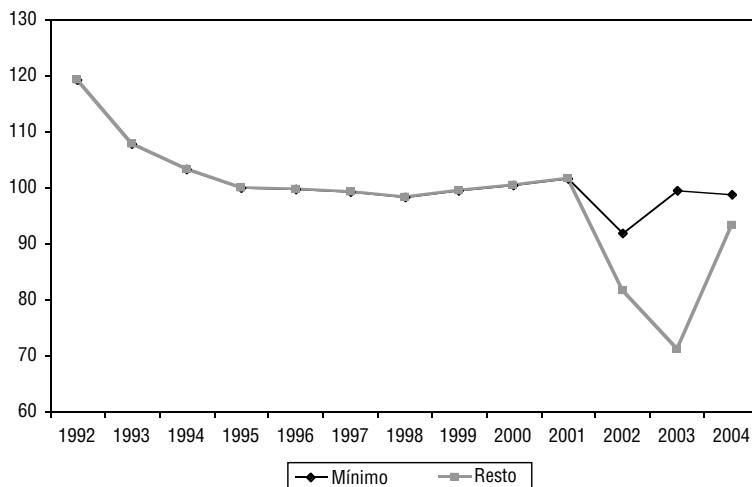
GRÁFICO 3  
PORCENTAJE DE LOS JUBILADOS CON HABER MÍNIMO



te pública del sistema de capitalización (que incluye no sólo la PBU sino la PC para quienes optaron por capitalización) es sistemáticamente más elevada que el promedio de los haberes, con diferencias del orden de \$ 50 a comienzos del sistema y de algo más de \$ 100 en la actualidad (entre 12 y 14%). Durante la década previa a la reforma, en los años ochenta, la jubilación real media mantuvo una tendencia descendente, a tono con la declinación del producto por habitante. Esta tendencia comenzó a revertirse a partir de 1992, y se acentuó en 1993, en el periodo inmediato previo a la reforma.

El aumento durante los noventa fue producto de la estabilidad de precios, unida a los cambios de composición antes mencionados, y a una recomposición individual en los haberes que redujo la proporción de beneficiarios que percibían el haber mínimo: mientras en 1993 el 62% de los beneficiarios tenían un haber de \$ 150, este porcentaje se redujo a 28% en 1994. A partir de 1994 la tendencia<sup>1</sup> se reduce levemente. Como puede verse, hasta el año 2002, se mantiene la tendencia decreciente del porcentaje de beneficiarios que perciben la mínima. A mediados de ese año, comienzan nuevamente los aumentos de suma fija a las jubilaciones, achatando la pirámide. Entre julio del año 2002 y agosto de 2004, la jubilación mínima pasó de \$ 150 a \$ 260, estableciéndose un incremento para septiembre de \$ 20 adicionales. Estos aumentos hicieron que la pirámide de haberes volviera a achatarse, con lo cual al mantenerse el resto de los haberes sin variación, la proporción que percibía la mínima se elevó hasta casi el 40% a fines del año 2003. En septiembre de 2004 se estableció un incremento del 10% para todos los beneficiarios que percibieran menos de \$ 1.000, no pudiendo superar el haber aumentado, los \$ 1.000. Esta medida elevó el haber mínimo, que

GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN HABERES INDIVIDUALES EN TÉRMINOS REALES  
Base 1995 = 100



había sido fijado para septiembre en \$ 280 a \$ 308, lo cual llevaría la proporción de los beneficiarios que perciben el haber mínimo al 61%.

Este achatamiento de la pirámide de beneficios rompe la (ya escasa) relación entre contribuciones y beneficios, y en la medida que se vea como una característica del sistema público de pensiones, reduce los incentivos a aportar. En efecto, en la medida que crea la idea de que independientemente de lo que uno aporte, finalmente cobrará lo mismo que el resto, se vuelve al mismo esquema de incentivos previo a la reforma que llevó al desfinanciamiento del sistema.

### La elección entre reparto y capitalización

Lo más importante al momento de evaluar los haberes, es la diferencia que existe por la elección del régimen. El nuevo sistema también establece diferencias en los haberes, no sólo por la opción de régimen, es decir las diferencias entre quienes optan por el reparto y por quienes optan por la capitalización, sino que existen diferencias según el momento del retiro y por lo tanto el tiempo aportado al viejo y al nuevo régimen.

Tal como ya se señaló, en la reforma de 1994 el reconocimiento de años de aporte al sistema anterior, a diferencia de otros países que optaron por "bonos de reconocimiento", se hizo a través de la prestación complementaria, que equivale al 1,5% del salario base por año de aporte. El reconocimiento por los años aportados al nuevo sistema, para quienes optan por el sistema

de reparto, se instrumenta por la PAP, que se calcula como el 0,85% del salario base por año de aporte; cuantos más años de aporte al viejo régimen mayor la jubilación, o lo que es lo mismo, a medida que pasa el tiempo el haber determinado es menor aún para el mismo salario e idéntico régimen jubilatorio.

Sin embargo, la mayor fuente de diferencias entre los haberes proviene de la elección del régimen. La prevalencia de un sistema sobre otro depende básicamente de la rentabilidad habida en el sistema de capitalización, del crecimiento del salario, y del porcentaje del salario efectivamente capitalizado, es decir de la diferencia entre la tasa de aporte al sistema y la comisión que cobran las AFJP. Para un individuo que aporta al sistema previsional, el monto total acumulado es una función del porcentaje del salario que efectivamente ingresa a la cuenta de capitalización, de la rentabilidad del fondo y del crecimiento del salario. Para niveles de crecimiento del salario, inflación y rentabilidad constantes, el fondo que acumula un individuo que aporta al sistema de capitalización durante treinta y cinco años se calcula como:

$$F = W \sigma * (1 + \hat{w})^{35} * (1 - \delta^{35}) / (1 - \delta)$$

$$\delta = (1 + r) / (1 + \hat{w})$$

$$\hat{w} = (1 + \eta) * (1 + \pi) - 1$$

$$\rho = (1 + r) * (1 + \pi) - 1$$

donde:

F es el fondo acumulado;

W representa al salario;

$\sigma$  es el porcentaje del salario efectivamente capitalizado (diferencia entre tasa de aporte y comisión del sistema);

$\hat{w}$  es la tasa de crecimiento del salario nominal;

$\eta$  es la tasa de crecimiento del salario real;

$\rho$  es la rentabilidad nominal;

r es la rentabilidad real;

$\pi$  es la tasa de inflación.

Dado el fondo acumulado, la renta vitalicia determinada es:

$$R_v = F * \alpha$$

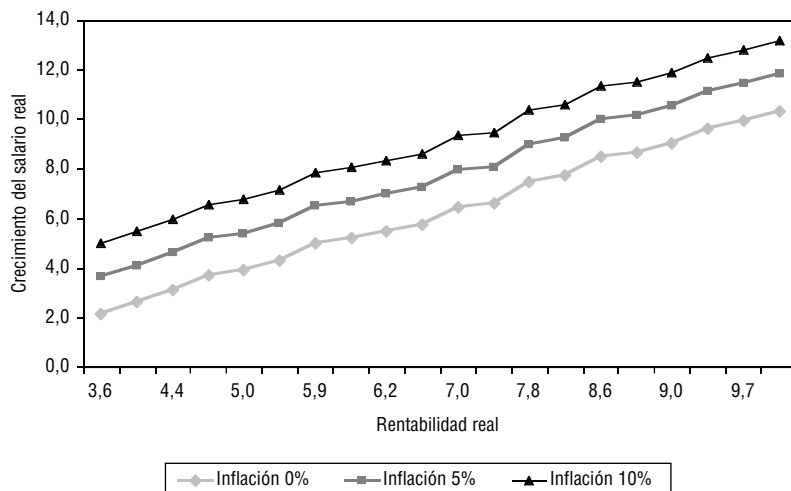
$$\text{Donde } \alpha = \gamma / (1 + \gamma) / [ (1 / (1 + \gamma))^t - 1 ]$$

$\gamma$  es la tasa de descuento;

t es la sobrevivencia del individuo al momento del retiro.

Por su parte, quien aporta al reparto obtiene al momento del retiro el 29,75% (.0085\*35) del salario promedio en los últimos diez años.

GRÁFICO 5  
CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
Según nivel de rentabilidad



$$PAP = w * \sum (1+\hat{w})^t * 1/10$$

donde  $t = 25, \dots, 34$

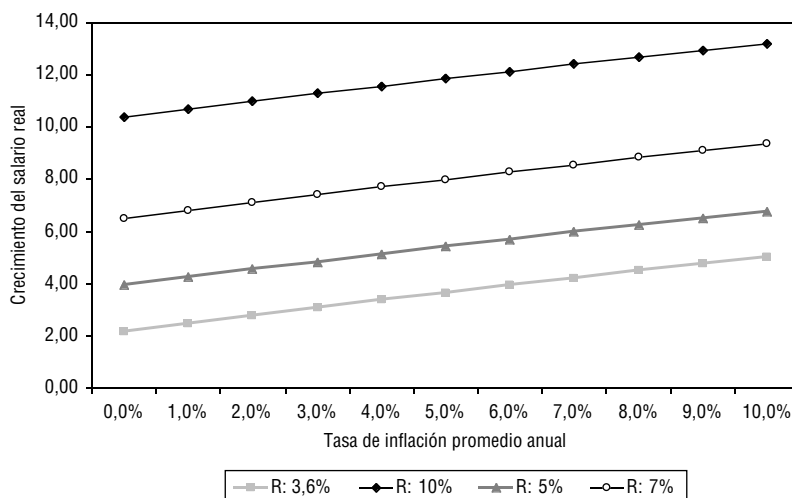
A través de iteraciones sucesivas se puede calcular la tasa de rentabilidad y crecimiento del salario que igualan  $R_v = PAP$ .

Una mayor rentabilidad del sistema implica mayor acumulación de fondos en el sistema de capitalización, lo que se traduce en un mayor haber al momento del retiro. Esto requiere un mayor salario en los últimos diez años, es decir un mayor crecimiento del salario, para equiparar ambos pagos. En el caso de inflación cero, la relación entre rentabilidad y crecimiento del salario real se muestra en el gráfico 5.

Como puede verse, para rentabilidades reales bajas del sistema, la tasa de crecimiento del salario real requerida es del 2%, lo cual resulta elevado considerando que en los diez últimos años el salario cayó un 15,4%, lo que representa un -1,65% promedio anual. Por cada punto de crecimiento en la rentabilidad se requiere aproximadamente un incremento adicional de 1,29 puntos de aumento en el salario real para equiparar ambos sistemas. Para niveles de rentabilidad del 3,6% –e inflación cero– el crecimiento del salario real que hace indistinta la elección entre ambos sistemas es del 2,2%, mientras que para una rentabilidad real del 10% el salario real debería crecer al 10,4% para que ambas opciones resulten indistintas.

La presencia de inflación modifica los resultados. En realidad no es la in-

GRÁFICO 6  
CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
EN PRESENCIA DE INFLACIÓN



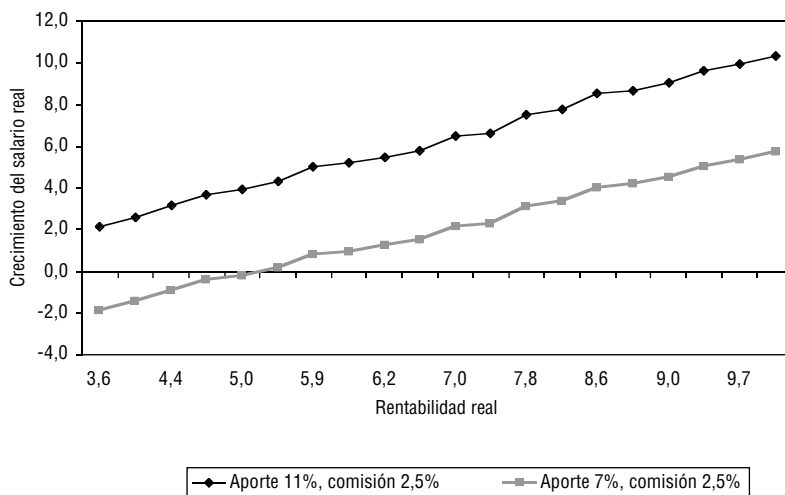
flación el factor relevante, sino el ajuste que se efectúa a los salarios en el sistema de reparto para calcular el haber de retiro. En el gráfico 5 se muestra el crecimiento del salario real necesario para equiparar ambos regímenes para dos niveles de inflación y en ausencia de ajuste del salario al momento del cómputo. Idéntica rentabilidad real, lleva a diferentes equilibrios de crecimiento del salario real dependiendo de la tasa de inflación que enfrente la economía y del tipo de ajuste del salario utilizado para la determinación del haber.

En el gráfico 6 se muestra el crecimiento del salario real necesario para igual ambos sistemas ante presencia de inflación, para distintos niveles de rentabilidad real.

Cada punto de inflación requiere un incremento del salario real de adicional al requerido para compensar la rentabilidad, a fin de equiparar el haber de reparto con el de capitalización. Es decir, si en ausencia de inflación para una rentabilidad real del 3,6% era necesario un incremento del salario del 2,16%, con una inflación del 1% anual constante se requiere que el salario crezca 0,31 puntos adicionales para que ambos pagos sean idénticos. Para la misma rentabilidad pasar de una tasa de inflación del 9 al 10% requiere un aumento del salario 0,26 puntos superior. Estos números varían marginalmente si se computan para rentabilidades superiores.

Hasta aquí los cálculos se realizaron tomando en consideración la tasa de aporte legal al sistema (11%) y la comisión media de las administradoras (2,54 puntos del aporte). Sin embargo, distintas tasas de aporte efectivas a la cuenta de capitalización individual alteran los resultados. Menores tasas de

GRÁFICO 7  
 CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
 Según nivel de rentabilidad



aporte efectivo, ya sea por menor tasa de aporte legal o mayor comisión, implican una menor acumulación de fondos, menor haber al momento del retiro y por lo tanto una menor tasa de crecimiento del salario real para que ambos sistemas sean idénticos.

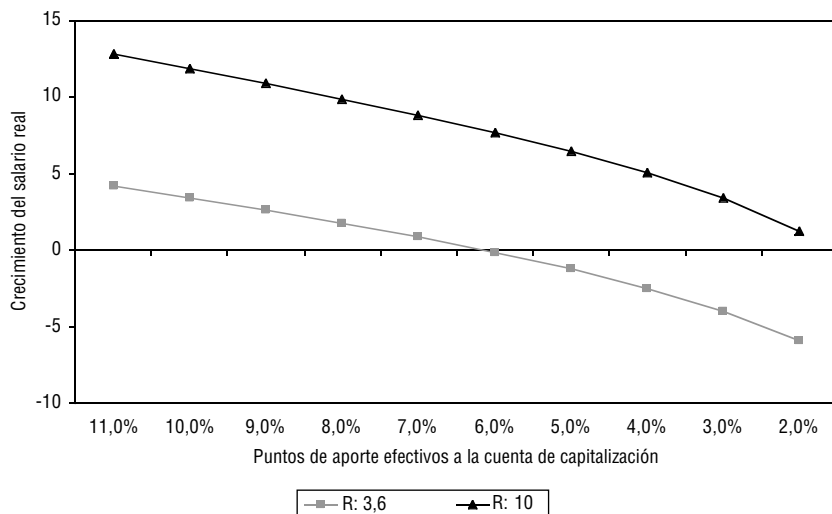
Como ya se señaló, la tasa de aporte establecida en la legislación es del 11% pero en el año 2001 fue reducida para los aportantes al sistema de capitalización al 5%, elevándose posteriormente al 7%. Juntamente con la baja en la tasa de aporte legal, las comisiones de las administradoras también se redujeron, sin embargo, esto no alcanza para compensar la caída en el aporte. Al presente, el porcentaje del salario que ingresa a las cuentas de capitalización individual es de sólo el 4,7%.

El gráfico 7 muestra la relación rentabilidad real-crecimiento del salario para una tasa de aporte del 11% (y comisión de 2,5 puntos del salario) y para la tasa de aporte actual del 7% con igual comisión, en el caso de ausencia de inflación.

Mantener la tasa de aporte actual en el tiempo, implica mejorar la posición relativa del régimen de reparto, en el sentido de que ante la expectativa de bajo incremento del salario real a lo largo de la vida laboral lo hacen preferible al sistema de capitalización. El siguiente cuadro muestra la relación entre el aporte neto a la cuenta de capitalización individual y el crecimiento del salario real que equipara ambos regímenes. Por cada punto de salario capitalizado se requiere entre 1,1% (para una rentabilidad del 3,6%) y 1,3% (si la rentabilidad real es del 10%) de crecimiento adicional del salario real para



GRÁFICO 8  
CRECIMIENTO DEL SALARIO REAL QUE IGUALA LOS PAGOS EN CADA SISTEMA  
Según tasa de aporte y nivel de rentabilidad



que ambos sistemas determinen el mismo haber al momento del retiro, en un contexto de indexación plena.

Entre 1994 y 2004 el salario real promedio en el sector formal, mejor dicho el salario real de los aportantes al sistema, cayó, mientras que la inflación promedio fue del 4,4% anual, aunque en ninguno de los dos casos –evolución del salario real e inflación– el comportamiento fue constante a lo largo del tiempo, sino más bien tanto la caída del salario como el rebrote inflacionario se concentraron en los últimos años. En ese periodo, la rentabilidad promedio del sistema de capitalización se ubicó en el 9,4% real. Para el mismo periodo 1994-2004 la rentabilidad real del sistema necesaria para que la renta vitalicia fuera igual a la PAP determinada en el sistema de reparto debió haber sido del 7,3% real anual, lo que significa que para quienes eligieron la capitalización en 1994 y se retiraron en el año 2004, ésta fue la mejor opción.

Desde el año 2000, la rentabilidad del sistema de reparto, es decir el nivel de rentabilidad que iguala las prestaciones, sólo fue inferior a la de capitalización en dos años (2002 y 2004). Es decir, quienes se retiraron esos años obtuvieron una prestación mayor en el sistema de capitalización que en el de reparto. Para el resto de los años la situación fue la inversa, lo cual era esperable al momento de establecer el régimen, ya que las proyecciones realizadas al inicio del sistema mostraban, en el supuesto de una rentabilidad moderada, que el sistema de reparto era la mejor opción para individuos con edades superiores a los cuarenta y cinco años.

CUADRO 1  
RENTABILIDAD  
(En porcentajes)

	Reparto	Capitalización
2000	12,5	10,9
2001	12,5	7,8
2002	8,2	10,3
2003	12,6	10,4
2004	7,3	9,4

Fuente: FIEL.

Sin embargo, no sólo importa el nivel del haber al momento de su determinación, sino su evolución posterior. Como ya se señaló, los haberes a cargo del sector público permanecieron constantes en términos nominales hasta septiembre de 2004.

No ha ocurrido lo mismo con los haberes a cargo del sistema de capitalización. Si bien existen dos alternativas al momento del retiro (Renta Vitalicia a cargo de una compañía de seguros de vida o retiro programado a cargo de las AFJP), la mayor parte de los afiliados han optan por la renta vitalicia ya que es la opción más segura. La Renta Vitalicia se pacta el momento del retiro teniendo en cuenta el fondo acumulado, la expectativa de vida del individuo y de los potenciales pensionados que de él deriven. Una vez pactada, la misma se ajusta por la evolución de las inversiones de la compañía a la cual esta afiliado existiendo un mínimo para el ajuste anual del 4% estipulado legalmente. Hasta el año 2001 las Rentas Vitalicias se pactaban en dólares. Tras la salida de la convertibilidad, las rentas fueron pesificadas a 1,4.

El retiro programado se pacta anualmente teniendo en cuenta los mismos parámetros y evoluciona de acuerdo con la rentabilidad del fondo de la AFJP. La diferencia entre ambas es que, en caso de que la sobrevida del individuo o de los pensionados exceda la estimada, o en caso de que la rentabilidad del fondo sea negativa, el beneficio se reduce aun en términos nominales. Otra diferencia es que el retiro programado deja herencia, es decir al momento de desaparecer quienes tienen derecho a las prestaciones, de existir un saldo, éste pasa a los herederos legales.

La mayor parte de las jubilaciones de capitalización se pacta como rentas vitalicias. Los últimos datos disponibles muestran que el 56,4% de las jubilaciones de capitalización corresponden a esta variante, en tanto que la opción de retiro programado sólo corresponde al 18,9%. El resto son retiros fraccionarios.

Si bien para algunos años las rentas vitalicias determinadas al momento del retiro fueron inferiores que los correspondientes haberes de capitaliza-

**CUADRO 2**  
**EVOLUCIÓN DEL HABER SEGÚN RÉGIMEN JUBILATORIO Y AÑO DE RETIRO**

Año de retiro	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia	Reparto	Renta vitalicia
2000	46,43	44,44								
2001	46,43	46,22	56,30	47,98						
2002	46,43	64,70	56,30	67,17	66,26	72,06				
2003	46,43	67,29	56,30	69,86	66,26	74,95	76,70	68,14		
2004	51,07	69,98	61,93	72,65	72,89	77,94	84,37	70,86	87,25	98,68
2005	51,07	72,78	61,93	75,56	72,89	81,06	84,37	73,70	87,25	102,62

Fuente: FIEL.

ción, en la mayoría de los casos la evolución del haber recuperó la diferencia inicial y se encuentra por encima del valor para los haberes de reparto.

## 6.2. LOS HABERES EN LA TRANSICIÓN TRAS LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA

Un punto central en la discusión de la reestructuración de deuda, en lo que se refiere al sistema de pensiones, es el impacto que tendrá sobre los haberes de capitalización. Como se mencionó en el capítulo 3, del total de la deuda por reestructurar, el 21,7% está en poder de las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, con lo cual cualquier nivel de quita que se fije afecta el valor total del fondo y de este modo el haber que los afiliados finalmente obtienen.

La estimación de la quita promedio, suponiendo que todo el impacto recae al momento de la reestructuración, es decir suponiendo que los títulos canjeados cotizan a valor de mercado desde el inicio, se estima entre el 20 y 37%, dependiendo de su cotización final. El impacto sobre el haber jubilatorio, no sólo tiene que ver con la “quita” que se establezca, sino también con el momento en que el individuo se retira. Para aquellos más próximos al momento del retiro el impacto es mayor, dado que la posibilidad de recomponer el valor del fondo acumulado en su cuenta de capitalización a través de mayores aportes y mayores rentabilidades futuras por parte de la administradora es menor. A continuación se muestra el impacto que tendría sobre los haberes jubilatorios la renegociación de la deuda, en el supuesto de que la quita es plena al inicio, es decir que la valuación de los títulos se hace a valor de mercado desde el principio.

La primera cuestión relevante es la pérdida por la “quita”, es decir la reducción en el haber, se reduce en el tiempo. Para quienes se jubilan inme-

**CUADRO 3**  
**PROYECCIÓN DE LOS HABERES PARA DISTINTOS AÑOS DE RETIRO,**  
**DIFERENTES NIVELES DE "QUITA" Y DISTINTAS TASAS DE APOORTE<sup>1</sup>**

Nivel de la quita							
	PAP	20%		37%		Sin Quita	
		Aporte al		Aporte al		Aporte al	
		7%	11%	7%	11%	7%	11%
Individuo que se jubila en 2005							
	PAP	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia	Renta vitalicia
2006	107,6	112,3	115,8	88,4	91,2	140,4	144,7
Individuo que se jubila en 2015							
2016	255,6	349,5	421,8	290,3	360,9	419,0	493,6
Individuo que se jubila en 2023							
2024	475,5	1.173,4	1.493,1	997,6	1.312,0	1.380,1	1.706,3

1. Estimaciones realizadas de acuerdo con el salario medio de aporte al sistema previsional.

Supuestos: para el año 2005 aumento del salario real del 1.9% y para los años subsiguientes del 1,5%. En cuanto a la rentabilidad se supuso una rentabilidad real después de la quita del 9,5%.

Fuente: FIEL.

**CUADRO 4**  
**DISMINUCIÓN DEL HABER DE CAPITALIZACIÓN POR QUITA**  
**SEGÚN AÑO DE RETIRO**  
**(En porcentajes)**

Año que comienza a percibir la renta	Quita del 20% en 2005		Quita del 37% en 2005	
	Aporte al 7%	Aporte al 11%	Aporte al 7%	Aporte al 11%
2006	-20,00	-20,00	-37,00	-37,00
2016	-16,60	-14,53	-30,72	-26,88
2024	-14,98	-12,49	-27,71	-23,11

Fuente: FIEL.

diatamente la pérdida sería plena. Para quienes siguen en el sistema, el flujo de aportes va licuando la pérdida. Cabe señalar que en este ejercicio, sólo en el caso de la quita máxima (37%) y para los haberes determinados para el

año 2006, el sistema de capitalización resulta con jubilaciones menores que en el sistema de reparto.

Realizando las estimaciones con una tasa de aporte del 11% a partir de 2005, sólo para quienes se retiran inmediatamente, la opción de capitalización resultó inferior que la de reparto. Para los años posteriores considerados, a pesar de la quita realizada la capitalización resultó la mejor opción. En este sentido, después de la quita, aun con una tasa de aporte al sistema del 7%, manteniendo la rentabilidad real del sistema que se verificó hasta el año 2004, la capitalización resultaría la mejor opción.

De todos modos, lo más probable es que se minimice la pérdida para quienes se acojan al retiro en los primeros años después de la reestructuración, permitiendo la valuación de los nuevos bonos a la par, lo que impide la reducción del fondo en valor nominal, con un sendero hacia la valuación de mercado en un lapso aún no definido. Este mecanismo se traducirá en una menor rentabilidad en los años siguientes con lo cual se redistribuye la pérdida entre todos los potenciales jubilados, reduciendo la de los actuales y aumentando la de los futuros.

Que el peso de la quita se distribuya a lo largo del tiempo, implica una rentabilidad artificialmente menor durante ese período. Al ir ajustándose la valuación de los fondos en el tiempo hacia su precio de mercado, en un sendero descendente, el rendimiento contable del fondo es más bajo que el que existiría en ausencia de esta restricción, o lo que es lo mismo, si la valuación de los títulos se hiciera desde el comienzo a valor de mercado. Al final del período de ajuste, el valor del fondo debería ser el mismo que el que existiría en ese momento si la quita se hubiera hecho al inicio y la rentabilidad posterior no hubiera estado restringida.

La rentabilidad que iguala ambos valores, depende no sólo de la quita finalmente realizada a la deuda, sino también de la tasa de aporte que se fije para el sistema de capitalización de aquí en más. En el caso de que la quita establecida sea del 20%, la rentabilidad equivalente varía entre el 7,4 y 7,6% según que la tasa de aporte sea de 7 u 11%. Para una quita máxima del 37%, las tasas variarían entre el 5,3 y el 5,7%.

CUADRO 5  
RENTABILIDAD EQUIVALENTE  
(En porcentajes)

Quita	20%	37%
Tasa aporte		
7	7,40	5,29
11	7,61	5,74

Nota: 1. La tasa sin restricción se estimó en 9,5%.

Fuente: elaboración propia.

**CUADRO 6**  
**EVOLUCIÓN DE HABERES EN LA TRANSICIÓN, SEGÚN ESCENARIOS DE QUITA**

	PAP	Tasa de Aporte 7%					Tasa de Aporte 11%				
		Quita del 20%			Quita del 37%		Quita del 20%			Quita del 37%	
		Sin quita	Quita al inicio	Quita en 10 años	Quita al inicio	Quita en 10 años	Sin quita	Quita al inicio	Quita en 10 años	Quita al inicio	Quita en 10 años
2005	98,99	140,38	105,64	132,05	83,19	132,05	144,71	108,85	136,06	85,72	136,06
2006	111,05	158,03	119,99	146,06	95,41	143,18	166,65	127,38	154,46	102,05	151,78
2007	124,00	177,43	135,78	161,17	108,86	154,96	190,79	147,79	174,38	120,06	168,53
2008	137,66	198,74	153,13	177,46	123,65	167,43	217,36	170,28	195,94	139,91	186,36
2009	152,02	222,13	172,19	195,02	139,92	180,62	246,58	195,02	219,27	161,77	205,34
2010	167,21	247,82	193,13	213,95	157,79	194,58	278,70	222,24	244,50	185,83	225,53
2011	183,51	276,02	216,13	234,35	177,44	209,34	314,00	252,18	271,77	212,31	247,01
2012	200,10	306,96	241,39	256,32	199,02	224,94	352,79	285,09	301,25	241,44	269,85
2013	215,93	340,92	269,11	280,00	222,72	241,44	395,39	321,27	333,11	273,47	294,13
2014	230,47	378,17	299,55	305,49	248,74	258,88	442,18	361,02	367,52	308,67	319,94
2015	244,20	419,03	332,94	332,94	277,31	277,31	493,56	404,69	404,69	347,36	347,36
2016	259,39	463,85	369,58	369,58	308,67	308,67	549,95	452,64	452,64	389,87	389,87
2017	274,98	513,01	409,78	409,78	343,08	343,08	611,85	505,29	505,29	436,56	436,56
2018	290,99	566,91	453,87	453,87	380,83	380,83	679,77	563,09	563,09	487,83	487,83
2019	307,41	626,01	502,23	502,23	422,25	422,25	754,29	626,52	626,52	544,12	544,12
2020	324,25	690,80	555,27	555,27	467,69	467,69	836,04	696,13	696,13	605,90	605,90
2021	341,54	761,82	613,42	613,42	517,52	517,52	925,71	772,51	772,51	673,70	673,70
2022	359,26	839,68	677,17	677,17	572,16	572,16	1.024,05	856,29	856,29	748,10	748,10
2023	377,45	925,01	747,07	747,07	632,08	632,08	1.131,88	948,19	948,19	829,72	829,72
2024	396,10	1.021,75	826,90	826,90	700,99	700,99	1.253,34	1.052,20	1.052,20	922,47	922,47
2025	415,22	1.127,81	914,45	914,45	776,58	776,58	1.386,54	1.166,29	1.166,29	1.024,24	1.024,24
2026	434,83	1.244,08	1.010,45	1.010,45	859,49	859,49	1.532,61	1.291,44	1.291,44	1.135,89	1.135,89
2027	454,93	1.371,53	1.115,71	1.115,71	950,40	950,40	1.692,77	1.428,68	1.428,68	1.258,36	1.258,36
2028	475,54	1.380,12	1.124,30	1.124,30	958,99	958,99	1.706,27	1.442,18	1.442,18	1.271,86	1.271,86

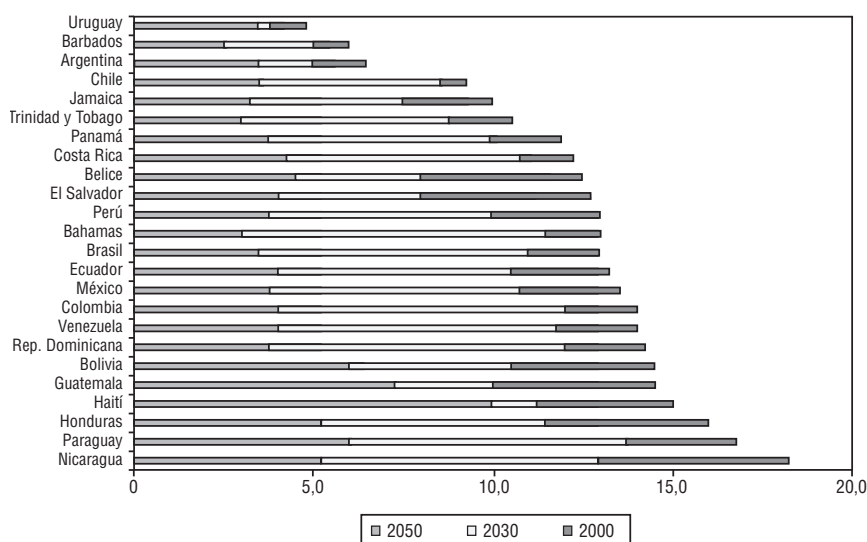
Fuente: elaboración propia.

En el caso de la quita en diez años, el haber en el décimo año (2015) sería el mismo que de realizarse la quita al momento inicial. Es decir, la diferencia entre la quita al inicio y la quita en un plazo más largo afecta solamente los haberes de quienes se retiran a lo largo de ese período. Como puede verse, en general el resultado de la capitalización es superior a la elección del reparto. En el caso de la quita máxima (aplicada al inicio) y la menor tasa de aportes, el haber de reparto resulta ser mayor que el de capitalización en los primeros ocho años, mientras que tomando la tasa de aporte del 11% esto se verifica solamente en los primeros dos años.

### 6.3. LA EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT Y SUS PERSPECTIVAS

La mayoría de los sistemas contributivos de pensiones previos a las reformas en América latina presentaban déficit actuarial, como consecuencia de que sus parámetros no permitían financiar los beneficios de una población envejecida con las tasas y periodos contributivos vigentes. La Argentina no era una excepción a esta regla. Si bien las reformas facilitan –a medida que maduran– la convergencia al equilibrio financiero, diversos factores pueden afectar la velocidad de convergencia o introducir desvíos temporarios o per-

GRÁFICO 9  
POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR POR PERSONA MAYOR DE SESENTA AÑOS



Fuente: cálculos OCE-BID basados en estadísticas de población.

manentes del sendero. Entre otros múltiples factores que se deben tener en cuenta cabe citar la importancia de los regímenes de reparto remanentes, la posibilidad de migrar hacia estos sistemas o no, el ajuste de sus parámetros, los mecanismos de ajuste de beneficios de los viejos pensionados, y el peso relativo de los trabajadores informales en cada economía. Los sistemas de pensiones de beneficio definido que caracterizaban la región hasta la década previa, con ajustes rezagados en sus parámetros, fueron severamente afectados por la evolución demográfica. Las perspectivas eran las de un incremento en el desequilibrio basado en razones demográficas, escasas reservas actuariales, y notorias dificultades políticas para el ajuste de parámetros.

Los déficit crecientes actuaron como disparadores del proceso de reformas en la última década. Los cambios sin embargo redujeron los *déficit actuariales* pero a costa de aumentar el *déficit de caja*, por la pérdida de recursos que originalmente financiaban al sistema público, y que se derivaron hacia los sistemas de capitalización. Con déficit actuariales iniciales (al momento de la reforma) que iban desde algo más del 70% del PBI en Colombia al 141% en México, el cambio de régimen exigió aumentar el superávit fiscal del resto del sector público para compensar las pérdidas en la previsión.

En lo que hace al déficit de caja, la propia estructura de la reforma implementada en la Argentina desde 1994 implicaba un periodo largo de transición en el cual el déficit del sistema previsional aumentaría. La reducción del déficit era un efecto de más largo plazo ya que desde el punto de vista de los gastos, el Estado debía continuar pagando las prestaciones del viejo sistema, y abonando el grueso de las prestaciones del nuevo sistema: para quienes optaron por la capitalización el sector público debe pagarles la PBU y la PC, en tanto que para quienes eligieron el reparto se agrega la PAP. La mayoría de quienes se jubilaron en los años siguientes a la reforma habían elegido el sistema de reparto, con lo cual todos los beneficios estaban a cargo del sector público.

Los pagos del sector público a los beneficiarios de capitalización se irían reduciendo en el tiempo en la medida en que cada año los nuevos jubilados registran menor cantidad de años aportados al viejo sistema reconocidos en la prestación complementaria. Por otra parte, la elevada adhesión al régimen de capitalización hace que cada vez sea menor la cantidad de individuos que se retiran conforme a la opción de reparto.

A diferencia de los gastos que se van reduciendo lentamente a lo largo del tiempo, los ingresos cayeron instantáneamente al momento de la reforma, ya que a partir de su puesta en marcha, los aportes personales de quienes optaron por la capitalización pasaron a ser ingresados en las administradoras de fondos de pensiones.

Esto se agravó con el traspaso de las cajas provinciales. El traspaso de las cajas implicó que el sistema nacional si bien pasaba a percibir los ingresos de los aportantes de esos sistemas, se hiciera cargo del pago de las prestaciones vigentes al momento del traspaso en cada provincia. Dado que las cajas transferidas eran todas deficitarias, los ingresos no compensaban las prestaciones, agudizando el déficit del sistema. Esto, unido a la profundización de la reducción de aportes, hizo que el déficit previsional se multiplicara



por tres en los siguientes ocho años a la puesta en marcha de la reforma, pasando del 1,2% en el año 1993 al 3,8% en el año 2000. Posteriormente el déficit se redujo en un punto, principalmente, como consecuencia de la marcha atrás de la rebaja de reducción de aportes así como por la lenta maduración del sistema.

A fines del año 2003, el déficit total del sistema provisional, considerando los ingresos propios del sistema (aportes y contribuciones determinadas para tal fin) se ubicaba en el orden de los 10 mil millones de pesos. La reforma de pensiones sólo explica alrededor de un cuarto del déficit que se observa en el sistema. Del total del déficit del año 2003, el 13% correspondía al déficit de las provincias transferidas; el 7,5% es producto de la reducción de contribuciones patronales, y el 28% es producto de la pérdida de ingresos por la reforma. Dentro de esto se contabilizan no sólo los ingresos por aportes a las AFJP, sino también la rebaja de aportes personales para quienes aportan al sistema de capitalización que rige desde fines de 2001, ya que de existir un sistema único de reparto, el nivel de aporte también sería único e idéntico al aporte que realizan quienes aportan al reparto, es decir, del 11%.

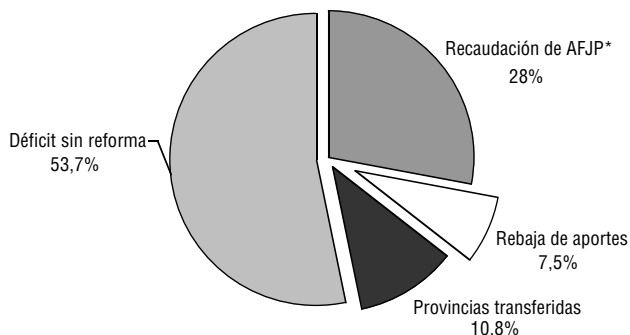
CUADRO 7  
COMPONENTES DEL DÉFICIT DEL SISTEMA PREVISIONAL  
(En porcentajes)

	Déficit subsistema previsional <sup>1</sup>	AFJP (ingresos- gastos)	Rebaja aportes personales	Déficit pcias.	Rebaja aportes patronales	Déficit sin provincia	Déficit sin pcias. ni rebaja de aportes	Déficit sin pcias rebaja ni AFJPs
	(a)	(b)	(e)	(c)	(d)	(f=a-c)	(g=f+d)	(h=g+b+e)
1994	-1,7	0,31	0,0	0,00	0,39	-1,71	-1,32	-1,01
1995	-2,1	0,80	0,0	-0,18	0,38	-1,95	-1,58	-0,77
1996	-2,8	1,09	0,0	-0,15	0,76	-2,65	-1,89	-0,80
1997	-2,7	1,18	0,0	-0,33	0,75	-2,36	-1,62	-0,44
1998	-3,1	1,31	0,0	-0,42	0,77	-2,67	-1,90	-0,59
1999	-3,7	1,41	0,0	-0,44	1,14	-3,22	-2,09	-0,67
2000	-3,8	1,38	0,0	-0,41	1,23	-3,34	-2,11	-0,73
2001	-3,7	1,36	0,06	-0,38	1,02	-3,36	-2,32	-0,92
2002	-3,3	0,36	0,64	-0,30	0,57	-2,99	-2,42	-1,42
2003	-2,8	0,35	0,45	-0,31	0,21	-2,54	-2,33	-1,53

Nota: 1. No incluye impuestos asignados.

Fuente: FIEL, sobre la base de Seguridad Social, ANSES.

GRÁFICO 10  
DISTRIBUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL



\* Incluye la reducción de aportes personales.

### Proyecciones del sistema

Uno de los argumentos al momento de producirse la reforma previsional era que el déficit en el largo plazo se iría reduciendo, aunque en el primer momento, la pérdida de ingresos del sistema público resultante de la derivación de los aportes personales de quienes optan por la capitalización a las AFJP, implicaría un incremento del déficit.

Pasados diez años de implementada la reforma, aun sin considerar los efectos ajenos al sistema que incrementaron el déficit, éste se ubica en niveles más elevados que en 1993. Parte de esto se debe a la caída de ingresos del sistema, producto de la recesión en los años 1999-2002, que implicó no sólo menores ingresos sino menor número de aportantes, y parte se explica por el aumento de la economía negra –que tiene el correlato de la informalidad laboral–.

Resulta interesante evaluar las perspectivas del déficit hacia delante. A fin de realizar las proyecciones, se supuso que de los activos aportantes al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones crecen a una tasa del 1,5% anual hasta el año 2014, del 0,9% entre 2015 y 2024 y del 0,8% de ahí hasta el año 2050. En lo que hace al salario sujeto a aporte, se supuso que crece durante todo el período a una tasa del 1,5% real, en tanto que los haberes del sistema crecen en promedio al 1%.

Dada la diversidad de forma de pago a los jubilados, se estimó su evolución según régimen jubilatorio: antiguo régimen de reparto, nuevo sistema de reparto público y régimen de capitalización. Las bajas de jubilados se estimaron de acuerdo con la probabilidad de muerte (se utilizó la tabla *Gamm-71*), en tanto las altas se determinan de acuerdo con la cantidad de varones de sesenta y cinco y mujeres de sesenta años que componen la masa de activos. Las bajas de los pensionados se determinaron de acuerdo con la proba-

bilidad de muerte y por el hecho de que los menores de edad dejan de percibir pensión a los dieciocho años, en tanto que las altas están vinculadas con la muerte de activos y pasivos, utilizándose la probabilidad promedio de que un activo o pasivo genere un pensionado.

Los nuevos jubilados y pensionados de cada período reciben el haber calculado de acuerdo con las normas legales vigentes, en tanto que las prestaciones fijadas se ajustan a partir del momento de su determinación con idéntico mecanismo que la de los actuales beneficiarios.

En primer lugar se proyectó la evolución del déficit manteniendo la tasa de contribución patronal actual (9,5%), y luego se hizo la simulación suponiendo que a partir del año 2005 se restablece el aporte original establecido en la legislación, es decir la tasa del 16%.

Manteniendo la tasa de aporte actual de contribuciones patronales, en el año 2050, el sistema aún se encuentra en desequilibrio, si bien en un nivel real que se ubica alrededor del 17% por debajo del actual. Con una tasa de aporte del 16% el sistema se equilibra en el año 2032, generando a partir de

CUADRO 8  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
MANTENIENDO LA TASA DE APORTE ACTUAL

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	340,97	5.789.911	14.656.862	-8.866.951
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	347,12	5.892.662	14.930.124	-9.037.462
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	352,79	6.004.546	15.163.114	-9.158.568
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	357,87	6.124.364	15.351.149	-9.226.785
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	363,38	6.253.338	15.627.028	-9.373.690
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	368,59	6.392.187	15.900.403	-9.508.216
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	373,45	6.538.906	16.163.697	-9.624.791
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	396,40	8.200.515	18.141.183	-9.940.668
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	358,76	10.175.216	18.773.041	-8.597.825
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	300,53	12.664.614	20.251.746	-7.587.133
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	272,62	15.825.150	23.200.820	-7.375.671

Fuente: estimaciones propias.

CUADRO 9  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
CON TASA DE CONTRIBUCIÓN PATRONAL DEL 16%

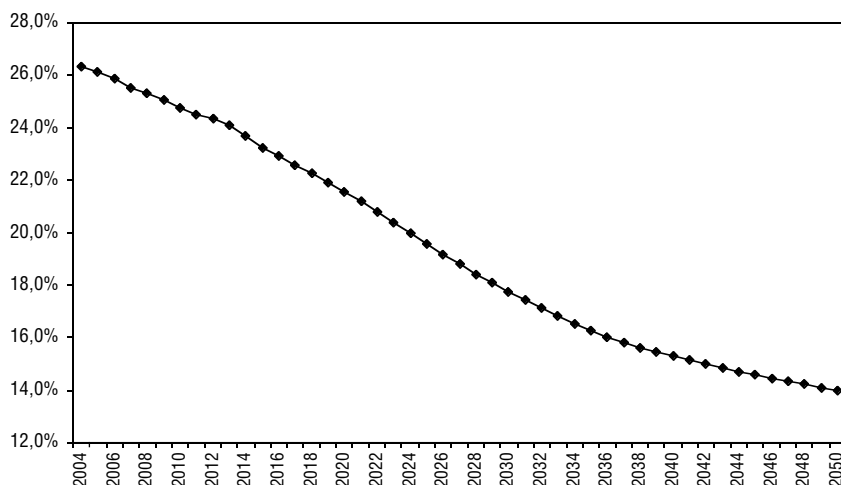
	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	340,97	5.789.911	14.656.862	-8.866.951
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	347,12	9.427.970	14.930.124	-5.502.154
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	352,79	9.646.708	15.163.114	-5.516.405
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	357,87	9.876.611	15.351.149	-5.474.538
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	363,38	10.118.997	15.627.028	-5.508.031
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	368,59	10.374.685	15.900.403	-5.525.718
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	373,45	10.641.775	16.163.697	-5.521.922
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	396,40	13.565.076	18.141.183	-4.576.108
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	358,76	16.950.898	18.773.041	-1.822.142
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	300,53	21.180.283	20.251.746	928.536
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	272,62	26.527.632	23.200.820	3.326.812

Fuente: estimaciones propias.

ese momento superavit permanentes, pudiéndose por lo tanto establecer reducciones en la tasa de aporte. El gráfico siguiente muestra la tasa de contribución patronal necesaria en cada período para equilibrar ingresos con gastos manteniendo la tasa de aportes personales al sistema de reparto en el 11%.

Como puede verse, la tasa es decreciente, dado que los pagos a cargo del sector público van reduciéndose en el tiempo en la medida que los beneficiarios del viejo sistema van desapareciendo, la cantidad de individuos que permanecen en el reparto es cada vez menor, y se reduce la tasa de reemplazo (los haberes en promedio crecen algo menos que los salarios de aporte), en tanto que el cargo por la prestación compensatoria se va reduciendo ya que a lo largo de los años quienes se jubilan tienen menor cantidad de años aportados al viejo sistema.

GRÁFICO 11  
TASA DE APOORTE PATRONAL QUE EQUILIBRA EL SISTEMA PREVISIONAL



### ¿Volver al reparto?

Es recurrente la idea de que el elevado déficit previsional es producto de la reforma de 1993, y que volver al reparto sería la solución para eliminar el déficit existente. Si bien del total del déficit actual el 28% corresponde a ingresos que se derivan a las cuentas en las AFJP e ingresos que las administradoras no perciben por reducción del aporte personal, reestablecer el sistema de reparto reduciría el déficit de caja de manera instantánea, al costo de elevar el déficit actuarial.

En efecto, como contrapartida de los mayores ingresos, el Estado se estaría comprometiendo a mayores gastos futuros ya que debería afrontar el total de las prestaciones a jubilados y pensionados, mientras que con el sistema mixto actual se compromete a cubrir el total de las prestaciones de quienes optan por el reparto –número cada vez menor– y una parte –que decrece en el tiempo– de las prestaciones de capitalización: en el largo plazo, el compromiso para quienes adhieren al régimen de capitalización sólo es la prestación básica universal. Dicho de otro modo, si bien en el corto plazo los ingresos adicionales por volver al reparto serían mayores que los gastos adicionales en que incurriría, a lo largo del tiempo, esto se revertiría generando un déficit creciente. Los cuadros siguientes muestran la evolución del sistema en el supuesto de reparto.

Al generalizar el reparto, la situación fiscal mejora en el corto plazo ya que el déficit de caja se reduce fuertemente, e incluso se generaría un superávit transitorio en el caso de reestablecerse el aporte patronal fijado en la le-

CUADRO 10  
CON SISTEMA DE REPARTO  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
CON TASA DE CONTRIBUCIÓN PATRONAL ACTUAL

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	346,86	10.791.954,55	14.910.018,09	-4.118.064
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	354,19	11.118.141,38	15.234.060,89	-4.115.920
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	361,17	11.454.187,20	15.523.361,10	-4.069.174
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	367,97	11.800.390,01	15.784.645,15	-3.984.255
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	375,88	12.157.056,80	16.164.890,68	-4.007.834
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	383,96	12.524.503,84	16.563.352,76	-4.038.849
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	392,13	12.903.056,97	16.972.427,90	-4.069.371
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	474,54	16.870.932,18	21.717.407,58	-4.846.475
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	541,55	21.308.750,96	28.338.204,35	-7.029.453
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	571,32	26.780.811,79	38.499.715,32	-11.718.904
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	582,84	33.658.091,06	49.601.916,54	-15.943.825

Fuente: estimaciones propias.

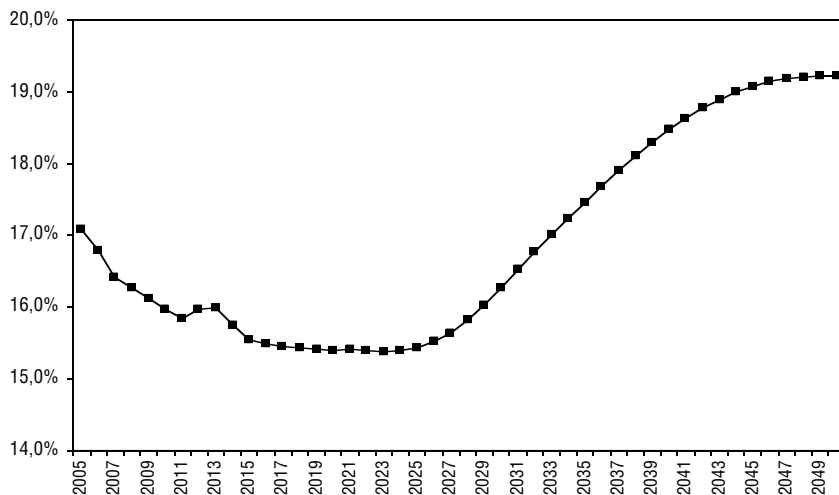
gislación (16,0%). Sin embargo, este efecto beneficioso no es sostenible en el tiempo, generándose en el mediano plazo déficit que crecen en términos reales sin ninguna expectativa de reducción. Como puede verse en el gráfico 12, el retorno al sistema de reparto sólo es compatible con un aumento de la presión tributaria, es decir en este caso con tasas de aporte patronales sostenidamente crecientes a partir del año 2020, que llegan a duplicar las tasas vigentes.

CUADRO 11  
CON SISTEMA DE REPARTO  
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PREVISIONAL  
CON TASA DE CONTRIBUCIÓN PATRONAL DEL 16%

	Activos aportantes (miles)	Pasivos (miles)	Salario promedio mensual	Haber medio mensual a cargo del sistema público	Aportes y contribuciones al sistema público (miles de pesos)	Monto total de los beneficios (miles de pesos)	Déficit previsional (miles de pesos)
2004	4.778,56	3.306,56	847,43	346,86	10.791.954,55	14.910.018,09	-4.118.064
2005	4.850,24	3.308,57	860,15	354,19	14.643.405,72	15.234.060,89	-590.655
2006	4.922,99	3.306,20	873,05	361,17	15.086.002,65	15.523.361,10	-437.358
2007	4.996,84	3.299,73	886,14	367,97	15.541.977,08	15.784.645,15	-242.668
2008	5.071,79	3.308,09	899,44	375,88	16.011.733,34	16.164.890,68	-153.157
2009	5.147,87	3.318,36	912,93	383,96	16.495.687,98	16.563.352,76	-67.665
2010	5.225,08	3.329,41	926,62	392,13	16.994.270,15	16.972.427,90	21.842
2020	5.886,80	3.520,40	1.075,38	474,54	22.220.252,14	21.717.407,58	502.845
2030	6.406,75	4.025,24	1.248,02	541,55	28.065.184,20	28.338.204,35	-273.020
2040	6.938,14	5.183,60	1.448,38	571,32	35.272.288,70	38.499.715,32	-3.227.427
2050	7.513,61	6.546,42	1.680,91	582,84	44.330.168,71	49.601.916,54	-5.271.748

Fuente: estimaciones propias.

GRÁFICO 12  
TASA DE APOORTE PATRONAL QUE EQUILIBRA EL SISTEMA PREVISIONAL  
EN EL SUPUESTO DE TODO REPARTO



#### NOTA

1. Cabe observar que la evolución promedio no refleja el comportamiento del haber percibido para cada individuo, ya que los haberes se mantuvieron prácticamente constantes en términos nominales luego del proceso de recomposición (1992-1993) entre 1994 y el año 2002.



---

## Capítulo 7

### CONCLUSIONES

La mayoría de los sistemas de pensiones se organizan en forma obligatoria con el objeto de prevenir la indigencia en la vejez (evitando el oportunismo), suavizar el consumo sobre el ciclo de vida y posibilitar el seguro contra el riesgo financiero de longevidad, los que podrían no lograrse en un régimen de acumulación y seguro voluntario. Dado que la pobreza se vuelve con el crecimiento un evento cada vez más raro, el costo de un seguro se abarata, lo cual constituye el fundamento para armar un *pool* de riesgo a través de programas de beneficio definido, financiados mediante contribuciones o impuestos generales. A medida que aumenta la expectativa de vida, el costo de estos programas aumenta, pero puede mantenerse limitado. En cambio, financiar de este modo la suavización del consumo no sólo no es *costo efectivo*, ya que por ser un evento frecuente resulta más conveniente el ahorro individual, sino que requiere aumentos progresivos de impuestos o contribuciones que lo terminan haciendo insostenible.

Los regímenes de contribución definida actuariales –sean de reparto o capitalización– introducen un mecanismo automático de restablecimiento del equilibrio, dado que los beneficios dependen de la expectativa de vida de una generación dada. A su vez, la vinculación estrecha entre aportes y beneficios reduce las distorsiones en el mercado de trabajo e induce a demorar el retiro. La preferencia creciente por esquemas de cuentas individuales, tanto en países desarrollados como en desarrollo, constituyen en rigor una respuesta a estas cuestiones. Ambos esquemas, si bien similares en muchos aspectos, al diferir en el mecanismo de financiamiento (acumulación de ahorros pasados o ingresos corrientes), tienen distinto impacto sobre el desarrollo del mercado de capitales –y quizás sobre el ahorro–, al tiempo que tienen asociados distintos riesgos, costos de administración y de transición, siendo estas cuestiones una parte relevante del debate actual sobre los sistemas de pensiones.

De todos modos, y al margen de si se organizan conforme a reparto o capitalización, los argumentos que justifican la obligatoriedad del aporte a las cuentas individuales (suavizar el consumo y posibilitar el seguro financiero de longevidad), nada sugieren acerca del tamaño apropiado de este pilar. Sin

embargo, la evidencia parecería indicar que en ambos tipos de arreglos este segmento podría estar sobredimensionado, resultando que muchos individuos podrían ser obligados a ahorrar más de lo que deberían, dadas sus posibilidades o necesidades en distintas etapas de la vida. Es por este motivo que en algunos países desarrollados –incluyendo los que han encarado transformaciones estructurales de sus regímenes– se le está asignando una creciente importancia al pilar de ahorro voluntario, como un mecanismo para que a futuro se pueda ir reduciendo el segmento obligatorio.

A su vez, el hecho de que las reformas sistémicas recientes en todos los casos se han concentrado sobre el pilar orientado a suavizar el consumo, a través de esquemas que no implican una redistribución de ingresos entre individuos, no disminuye, sino más bien aumenta, la importancia del primer pilar. En relación con ello, las dimensiones sobre las que ello debe debatirse –en particular, por las condiciones de pobreza, en los países latinoamericanos– son, por un lado, el tamaño de este componente –vinculado a cuán redistributivo se desea que sea el régimen de pensiones– y, por el otro, los mecanismos alternativos para organizarlo. No debe descuidarse, en este sentido, que prevenir la pobreza en la vejez, pero evitando el oportunismo, constituye el principal objetivo de los regímenes obligatorios de pensiones.

En la Argentina, la reforma del sistema de pensiones sancionada en el año 1993 tuvo varios objetivos. En primer lugar, se trató de modificar el sistema con el fin de lograr una mayor correspondencia entre contribuciones y beneficios, y por esa vía inducir un aumento de la proporción de la población que ahorra en el sistema formal de previsión. Si bien la reforma incluyó un primer pilar con objetivos de *redistribución y de suavizar consumo*, también contemplaba el objetivo de aumentar la *cobertura* a través del sistema contributivo de pensiones. Siempre es posible combinar un sistema contributivo con uno asistencial, en la medida que este último sea una fracción relativamente pequeña del sistema. De otra forma –en la medida que predomine un sistema no contributivo, cuyos beneficios no difieran sustancialmente de los que otorga el sistema contributivo– comienzan a aparecer problemas de incentivos: ¿por qué participar del sistema contributivo, si el beneficio marginal de hacerlo es pequeño, o aun negativo?

Un segundo objetivo de la reforma era *limitar el crecimiento del gasto en pensiones*, y por esa vía limitar el aumento de los *déficit* previsionales. La reforma introdujo no sólo cambios paramétricos (edades, años de contribución, tasas de reemplazo), sino también una componente de capitalización que redujo los pasivos implícitos públicos a futuro. En otros términos, se redujo el déficit actuarial del sistema, aun cuando el déficit de caja se incrementaba por algún tiempo: durante la transición previsional, en efecto, el desequilibrio podría incrementarse hasta que se lograra el equilibrio del sistema a partir de la segunda década de reformas.

El tercer objetivo –vista la experiencia argentina– era el de tratar de *preservar los fondos previsionales del oportunismo* gubernamental. Se trataba de sacar esos fondos del mercado político, en lo que constituía un paso esencial para consolidar una mayor disciplina fiscal tanto de corto como de largo plazo. La forma de hacerlo era a través de un conjunto de normas que estable-

cían límites estrictos a la intervención pública en el mercado de pensiones, y con la creación de un mercado competitivo de entidades administradoras de fondos de pensión.

La experiencia de una década sobre la que se pasó revista en esta investigación muestra que las reformas fueron exitosas en algunas dimensiones en las que operaron en forma relativamente autónoma, mientras que fracasaron en otras dimensiones en las que la inestabilidad macroeconómica y política jugó un papel relevante.

Una síntesis de las principales conclusiones del trabajo es la siguiente.

En primer lugar, los *haber es medios revirtieron la fuerte caída de la década previa y crecieron en términos reales con la reforma*, hasta el año 2001 inclusive. Al cabo de los primeros siete años de reforma, el haber medio real se ubicaba un 40% por sobre su nivel en el año 1991, recuperando la caída en seis años previos (1985-1991). Durante la última parte de la crisis (2001-2002) los haber es del todavía pequeño subsistema de capitalización se ajustaron más rápidamente que la componente pública, con lo que se logró suavizar la profundidad del ciclo macroeconómico. Desde este punto de vista, el nuevo sistema de pensiones con las componentes pública y de capitalización permitió suavizar la evolución del haber medio real, respecto de lo que caracterizó al sistema público de pensiones previo a la reforma.

En segundo lugar, con la introducción de la reforma *se redujo el porcentaje de población con haber mínimo*, y esa tendencia se mantuvo *al aumentar la correspondencia entre contribuciones y beneficios*. El porcentaje de jubilados con haber mínimo se redujo de 62% en 1992 a poco más de 20% en 2002. Sólo a partir de los ajustes de pensiones en años siguientes se volvió –a fines de 2004– a un porcentaje similar de jubilados (60%) que perciben el mínimo de componente pública.

En tercer lugar, *la rentabilidad del aporte y los haber es previsionales que se obtienen del sistema de capitalización son mayores* que los que resultarían de ahorrar en el sistema de reparto vigente, o de ahorrar en otras formas, como en dólares billete, o en un sistema de reparto “ideal”, aun en supuestos conservadores. Desde este punto de vista el nuevo sistema mejoró el rendimiento de los ahorros de quienes deben participar obligatoriamente de un sistema contributivo de ahorro previsional. En ausencia de quitas a través de *defaults* recurrentes sobre la deuda pública, la rentabilidad de ahorrar conforme a un esquema de capitalización supera holgadamente la rentabilidad de las formas alternativas de ahorro para la vejez.

En cuarto lugar, *la crisis macroeconómica que derivó en default sobre la deuda pública afectó todas las formas de ahorro previsional institucional*, y por esa vía redujo tanto los haber es de previsión del sistema de capitalización, como los haber es de reparto. En efecto, quienes están en el sistema de reparto también se ven perjudicados con una reducción de sus beneficios previsionales (en este caso debido a la reducción no transitoria del salario real de los afiliados aportantes después del *default* de la deuda pública, base para el cómputo de sus beneficios), reduciéndose la diferencia entre los beneficios esperables de ambos regímenes pero sin aproximarse a una reversión (esto es, proyectando la misma situación promedio del pasado hacia el

CUADRO 1  
SÍNTESIS DE DISTINTOS EJERCICIOS DE PROYECCIÓN<sup>1</sup>

1. Próximos 25 años replican promedio en II.1994-I.2004,  
pero el salario real crece el 2% anual (%)

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W)*	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,31	5,63	66,8	100,1
Reparto ideal	1,90	2,06	38,9	51,0
Reparto actual (PAP)	-1,13	-0,64	25,6	32,9
Dólar "colchón"	1,47	1,07	36,6	43,2

2. Ídem 1, pero la inflación desde 2004-2005 es del 10% anual (%)

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W)*	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,31	5,63	66,8	100,1
Reparto ideal	1,90	2,06	38,9	51,0
Reparto actual (PAP)	-2,75	-2,03	20,9	26,9
Dólar "colchón"	1,47	1,07	36,6	43,2

3. Ídem 1, pero la inflación desde 2004-2005 es del 1% anual (%)

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W)*	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,31	5,63	66,8	100,1
Reparto ideal	1,90	2,06	38,9	51,0
Reparto actual (PAP)	-0,13	0,23	29,2	37,6
Dólar "colchón"	1,47	1,07	36,6	43,2

futuro, quienes al cabo de treinta o treinta y cinco años de aportes se jubilen en el régimen de capitalización obtendrán beneficios sustancialmente mayores que si hubiesen aportado al régimen de reparto). Vale decir, *la introducción de un régimen de capitalización no elimina el riesgo de expropiación de los aportes, pero aun cuando tal expropiación se lleve a cabo puede aún otorgar –al menos ello ocurrió en la experiencia argentina reciente– mejores beneficios previsionales que un sistema de reparto.*

CUADRO 1 (cont.)

4. Ídem 1, pero el salario real permanece constante (%)

Años de aportes	Rentabilidad anual real equivalente		Haber previsional (% de W)*	
	30 años	35 años	30 años	35 años
AFJP total	5,37	5,69	61,9	91,0
Reparto ideal	0,56	0,62	28,0	33,4
Reparto actual (PAP)	-2,28	-1,93	18,6	21,7
Dólar "colchón"	1,55	1,16	32,6	36,7

1. Información hasta 2003-2004 son datos observados (manteniendo la tasa de aporte en 11%), y asumiendo las siguientes reducciones del valor de las cuotas partes después del *default*: 19,3% para todo el sistema; 20,9% para AFJP privadas, y 8,62% para AFJP Nación. Las comisiones posteriores son las del último año.

Rentabilidad real de la cartera de AFJP proyectada es el promedio anual del sistema hasta 2003-2004 (7,12%).

El poder adquisitivo del dólar se supone constante a partir de 2004-2005. La población crece al 1% anual.

\* Expresado en porcentaje del salario de aporte en el año 1994.

En quinto lugar, *conforme al actual diseño, el sistema de reparto remanente castiga fuertemente los haberes en presencia de inflación*. Por otro lado, los resultados de *capitalización mejoran significativamente cuando se restablece la tasa de aporte del 11%*, respecto de la tasa vigente del 7% (aun cuando en ejercicios de comparación con reparto –desde el punto de vista del afiliado– deben considerarse tasas similares).

En sexto lugar, *la cobertura del sistema previsional se mantuvo sin embargo baja con las reformas*, aun cuando en medidas más apropiadas (que relacionan aportantes totales y población económicamente activa ocupada) no se observan cambios significativos. La proporción de aportantes cayó entre los que se mantienen en reparto más que entre quienes están afiliados a capitalización, de lo que se infiere que *el problema de menor cobertura no está vinculado a la introducción del subsistema de capitalización sino a otros factores del mercado laboral y del sistema tributario*.

En séptimo lugar, *la crítica habitual referida al elevado costo de las comisiones del régimen de capitalización no puede validarse empíricamente*. En efecto, el nivel de las comisiones de las en la Argentina es estándar respecto de lo observado en los regímenes de capitalización vigentes en la región, ya que la comparación apropiada requiere observar las comisiones netas del seguro como porcentaje del salario sujeto a aportes.

En octavo lugar, *la reforma redujo el déficit actuarial del sistema, pero se realizó en un contexto de deterioro del déficit de caja de corto plazo*. La Ar-

gentina inició la reforma previsional en 1994 con una posición fiscal extremadamente débil. El superávit fiscal al momento de ponerse en práctica la reforma era insuficiente como para resignar recursos que se transferirían a las administradoras de pensiones, de modo tal que el sistema requirió un aumento del endeudamiento público en el mismo momento en que sobrevino una crisis macroeconómica (Tequila). El aumento del desempleo forzó reformas en el mercado de trabajo que incluyeron una reducción significativa de las contribuciones patronales, que debilitaron aún más la posición fiscal. En el plano fiscal, pues, la reforma de pensiones se asoció con un mayor desequilibrio de corto plazo que aumentó la percepción de riesgo macroeconómico. Sin embargo, el gobierno falló en explicar la mejora de largo plazo en la posición actuarial del fisco que implicaba la reforma de la previsión, es decir en la mejora de las cuentas públicas en términos intertemporales que surgía de la reducción de la deuda pública neta de largo plazo (implícita y explícita).

En noveno lugar, *la ausencia de disciplina fiscal durante la década de 1990 se sumó –desde fines de esos años– a la persistencia de altas tasas de interés para refinanciar los vencimientos de deuda pública en el mercado voluntario*. Ello indujo una actitud miope del Gobierno, particularmente entre los años 2001 y 2002, que forzó la colocación de fondos de las AFJP en bonos del Gobierno. A partir del *default* y la recuperación de las cuentas públicas desde el segundo semestre del año 2002, el gobierno redujo su demanda de financiamiento en las AFJP. La recuperación de la recaudación y el virtual congelamiento de jubilaciones permitieron una reducción significativa del déficit de caja del sistema desde el 3,8% del PBI en el año 2000, a menos del 2% en el año 2004. Es decir que la reducción del déficit de caja de la previsión operó por *mecanismos de corto plazo* de aumentos de recaudación y contención del gasto en jubilaciones.

En décimo lugar, *la vuelta a un esquema de reparto no sólo empeoraría la posición de los futuros jubilados (que percibirán menores haberes que los que resultan de un régimen de capitalización) sino que deterioraría la posición fiscal tanto de caja como actuarial*. La primera de las conclusiones ya fue analizada previamente. El aumento del déficit actuarial surge del propio diseño del sistema, a menos que sus parámetros sean permanentemente actualizados (el aumento de la presión tributaria no garantiza sin embargo el cumplimiento). El aumento del déficit de caja ocurre luego de una mejora que se mantiene durante dos décadas, hasta que sobreviene un brusco deterioro que multiplica por cuatro el déficit en términos reales. Sólo un fuerte aumento en los impuestos podría (en caso de que el cumplimiento tributario no se viera afectado), permitir una transitoria mejora. *El atractivo político de un régimen que mejora los resultados por una o dos décadas es probablemente muy elevado, a pesar de que lleve al colapso en décadas posteriores*.

Del decálogo previo surgen recomendaciones que distan mucho de proponer una *contrarreforma* del sistema, en términos de reducir la componente de capitalización o elevar la intervención pública. Por el contrario, la experiencia argentina y de los países de la región sugiere que existe espacio para profundizar reformas en varias dimensiones, que procuren reducir el canal

que va desde la crisis fiscal a la apropiación de los fondos previsionales. Entre estas reformas se destacan cuatro cuestiones.

En primer lugar, no hay razones para mantener la *opción actual de reparto* (es decir, la alternativa de que los trabajadores opten por ahorrar en un sistema de beneficio definido, no actuarial, organizado bajo la forma de reparto) en la medida que el sistema ya contiene un pilar público redistributivo. La opción de reparto actual es casi siempre inferior para quien la elige –respecto de la alternativa de capitalización– y sólo puede justificarse en términos de miopía de elección o la percepción de que existirán futuras expropiaciones de los fondos de capitalización. Esto último equivale a asumir el fracaso en la organización de un mercado de capitales doméstico de largo plazo (sólo invertirían en él los rehenes del sistema). También supone asumir que el Estado tratará de financiarse en forma compulsiva con recursos baratos en el corto plazo (para reducir el déficit de caja) al costo de mayores erogaciones en el largo plazo (aumentando el déficit actuarial). Por lo tanto, una reforma de largo plazo del sistema debería considerar la eliminación de esta opción, como ya lo han incorporado otros sistemas en la región, manteniendo el eventual carácter mixto del sistema que contempla en forma simultánea un pilar que suaviza consumo (público) y otro de ahorro previsional obligatorio (capitalización). En el mediano y largo plazo este cambio implica una profunda transformación en la administración del sistema, ya que se reduce no sólo la probabilidad de fraude, sino que buena parte de la administración puede ser realizada en forma privada y descentralizada.

En segundo lugar, el sistema admite diversas reformas que permitan mejorar la relación entre contribuciones y beneficios. En particular debería procurarse una *mayor proporcionalidad entre los aportes y los haberes*. En el régimen actual, aquellos que no computen el total de años establecidos por ley, sólo pueden acceder al beneficio por edad avanzada al cumplir los setenta años, con una quita del 30% en la PBU. Esto reduce el incentivo de realizar aportes para aquellos que ya han cumplido con los diez años que requiere el beneficio por edad avanzada y no tienen expectativas de cumplir con el requisito total establecido para los beneficios del sistema público. Una forma de mantener los incentivos a permanecer en el sistema sería la de adecuar los pagos del sistema público en términos de los años de aportes realizados.

En tercer lugar, *la debilidad política de los regímenes de capitalización para resistir a confiscaciones oportunistas del poder político* (luego por ejemplo de tener una posición central en las carteras de inversiones de las AFJP), tal cual se ha interpretado hasta ahora la experiencia reciente de la Argentina (*default* de la deuda pública a fines de 2001 incluido), *debe ser analizada en un contexto más amplio*, teniendo en cuenta que el ahorro previsional en su conjunto no contenía una promesa de rendimiento en dólares, sino sólo una promesa implícita de rendimiento en términos reales (ya que la garantía de cada –salvo la Nación, de propiedad pública, que incluyó una garantía de rentabilidad mínima anual del 4%– se limitó a una rentabilidad mínima vinculada al promedio del sistema (la promesa “no escrita” era que el haber previsional de un jubilado que aportara al nuevo sistema durante toda su vida laboral activa sería superior al que ese mismo jubilado accedería en caso de

elegir el régimen de reparto). Por un lado, no caben dudas de que una fuerte posición en títulos de la deuda pública, con regulaciones estrictas que limitan la diversificación de la cartera con activos relativamente más seguros (en el exterior), facilita el financiamiento de déficit presupuestarios del gobierno nacional y podría llevar a comportamientos irresponsables que a futuro impongan una fuerte reducción del valor efectivo de esas colocaciones. Pero, por otro lado, corresponde notar que en lo que respecta al caso argentino, la reducción (o sinceramiento) del valor de los títulos públicos en manos de las AFJP ha significado, en el peor de los casos, una “expropiación” temporalmente acotada en términos de dólares a una parte (aunque significativa) de la cartera de las AFJP, sin que ello significara un beneficio previsional menor al correspondiente a un aportante al régimen de reparto, ni una rentabilidad real negativa o siquiera insuficiente sobre el conjunto de las inversiones de las AFJP.

Aun cuando pueden analizarse alternativas de reformas que mejoren la alineación de objetivos entre las AFJP y afiliados frente a estas potenciales expropiaciones (entre ellas, la reducción del porcentaje de su cartera que pueden tener en forma de títulos de la deuda pública), tal evaluación no debe perder de vista los *trade-offs* implicados. Finalmente, es importante destacar algunos aspectos instrumentales necesarios para la comprensión del mercado de las AFJP y la evaluación de alternativas de reformas previsionales:

- a) La inconsistencia entre esquemas que permiten la movilidad/traspasos entre AFJP (sin permitir compromisos de permanencia mínimos) y la aplicación de comisiones sobre el fondo acumulado. Los costos de las AFJP están mucho más alineados con la cantidad de afiliados (o aportantes según sean las obligaciones de información a que estén regulatoriamente expuestas las administradoras) que con el monto de fondos administrados (ya que la administración de una cartera de inversiones constituye básicamente un costo fijo e independiente del número de afiliados o incluso del monto agregado de tales fondos). En consecuencia, una regulación que organice la competencia entre AFJP sobre la base de comisiones sobre los fondos acumulados (crecientes en el tiempo) implicaría un fuerte desequilibrio temporal entre ingresos (crecientes) y costos (constantes), lo cual debería reflejarse en comisiones sobre fondos fuertemente decrecientes en el tiempo (aunque partiendo de valores iniciales muy elevados), o restricciones a la movilidad entre AFJP para así permitir que un mismo afiliado realice suficientes aportes a la misma AFJP para igualar el costo que implicó su atención.
- b) El determinante central de los costos de las AFJP es el salario promedio de la economía, y por ende la comparación de comisiones entre AFJP (en el tiempo y entre países) debe realizarse midiendo la comisión como porcentaje del salario sujeto a aportes, cualquiera sea la tasa de aportes regulada. En efecto, tomando el conjunto de AFJP de un país, la forma de neutralizar diferencias del tipo de cambio real o de poder adquisitivo en el tiempo consiste en observar cómo evoluciona el precio enfrentado por los afiliados en concepto de administración –comisiones– en relación con el



costo de tal servicio, sintetizado por el salario promedio de la economía. Esto no implica que la estructura de costos de las AFJP no presente economías de escala de distinta naturaleza, sino que tal estructura de costos toma valores absolutos en función del salario promedio de la economía, sin que ello dependa de cuánto aporte cada afiliado (ya que el costo de administrar un fondo mayor no es particularmente distinto al de operar un fondo menor).

- c) La relevancia frente a la claridad de la comisión expresada como porcentaje de los salarios o como porcentaje de los aportes. Por lo señalado en el punto anterior, la primera opción es la más relevante económicamente, porque los costos de las AFJP están mejor reflejados por los salarios que por lo que administrativamente se decida debe ser el porcentaje de aportes, pero hace menos visible las diferencias entre las comisiones de las AFJP. En efecto, la visibilidad de una diferencia entre comisiones del 2% y 2,5% del salario sujeto a aporte es baja comparada con una diferencia de entre el 20% y el 25% del aporte realizado, pero no es cierto que un sistema en el cual el costo administrativo es del 30% del aporte sea “más caro” (o pueda inferirse un posible exceso de precio de intermediación) que un sistema cuyo costo administrativo es del 20% del aporte, pero ese aporte duplica porcentualmente a la tasa de aporte del primero (10% frente a 5%, por ejemplo), ya que en el primer caso la comisión representa un 1,5% (30% del 5%) del salario sujeto a aporte, y en el segundo caso representa un 2% (20% del 10%) del salario sujeto a aporte.
- d) El carácter regresivo de las comisiones de las AFJP cuando existen cargos fijos. Este atributo, criticado en varios países y en particular esgrimido repetidamente como evidencia de un trato discriminatorio contra los aportantes de menores ingresos, en realidad ayuda a reflejar mejor los costos que efectivamente deben incurrirse al administrar fondos previsionales, ya que parte del costo de atención de cada afiliado es independiente del monto aportado (o del salario sujeto a aportes del afiliado individualmente considerado), de forma tal que la prohibición de cobrar cargos fijos es la verdadera discriminación (forzando distintos precios absolutos –al subsistir sólo un cargo porcentual sobre el salario, por ejemplo– por un servicio de igual costo). Por otra parte, ello tiene consecuencias sobre la dimensión en la cual compiten las AFJP, ya que al estar obligadas a administrar subsidios cruzados por la rígida estructura tarifaria impuesta, deben ofrecer ventajas no pecuniarias específicamente dirigidas al conjunto de afiliados más atractivos –esto es, los de mayores aportes. En ese sentido, tal como ya fue propuesto anteriormente (FIEL, 1997; Urbiztondo, 1999), la comisión fija no debería ser prohibida, sino que debería ser fijada regulatoriamente en un único valor positivo (para que las AFJP compitan por precio en una única dimensión, ya que ello facilita la comparación de precios y por ende la competencia vía menores comisiones). La “progresividad” de la prestación previsional no debe procurarse por medio de subsidios implícitos, sino que eventualmente debería atenderse por medio de subsidios explícitos que no distorsionen la competencia (por ejemplo, incluyendo que una fracción de los aportes personales o patro-

nales, girados a las AFJP, se destinen a subsidiar los cargos fijos de los aportantes cuyos ingresos estén por debajo de la línea de la pobreza, compensando entre AFJP las diferencias que hubiera según fuesen los montos recaudados inicialmente y los subsidios que se deben aplicar por cada una según sea la cantidad de aportantes pobres).

---

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acuña, R. e Iglesias, A.: "Chile's Pension Reform After 20 Years", Documento de trabajo N° 0129, Banco Mundial, diciembre de 2001.
- AIOS (Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones): La capitalización individual en los sistemas previsionales de América latina, diciembre de 2003.
- AIOS: *Boletín estadístico*, números 1 a 9, 1999 a 2003.
- Alho, J.; Lassila, J. y Valkonen, T.: "Demographic Uncertainty and the Evaluation of Sustainability of Pension Systems", trabajo presentado en la Conferencia del Banco Mundial y RFV sobre NDC Pension Schemes, 2003.
- Ang, J. S. y Lin, J.W.: "A Fundamental Approach to Estimating Economies of Scale and Scope of Financial Products: The Case of Mutual Funds", en *Review of Quantitative Finance and Accounting* 16(3), 2001, págs. 205-21.
- Banco Mundial: *Keeping the Promise of Old Age Income Security in Latin America*, 2004.
- Barr, N.: "Notional Defined Contribution Pensions: Mapping the Terrain", trabajo presentado en la Conferencia del Banco Mundial y RFV sobre NDC Pension Schemes, 2003.
- Becker, G. y Ehrlich, I.: "Market Insurance, Self Insurance, and Self Protection", en *Journal of Political Economy*, 1972.
- Berechman, J.: *Public Transit Economics and Deregulation Policy*, Amsterdam, North-Holland, 1993.
- Berger, A. y Mester, L.: "Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?", en *Journal of Banking and Finance* 21, 1997, págs. 895-947.
- Berger, A.; Leusner, J. y Mingo, J.: "The efficiency of bank branches", en *Journal of Monetary Economics* 40, 1997, págs. 141-162.
- Bers, M. y Springer, T. M.: "Economies of Scale for Real Estate Investment Trusts", en *Journal of Real Estate Research* 14(3) , 1997, págs. 275-290.
- Bertin, H. y Perrotto, A.: "Los nuevos regímenes de capitalización en América latina: Argentina, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay", SAFJP, Serie Estudios Especiales, N°9, mayo de 1997.
- Caves, D. W.; Crhistensen, L. y Tretheway, M.: "Flexible Cost Functions for Multiproduct Firms", en *Review of Economics and Statistics* 62(3) , 1980, págs. 477-81.
- Chan M. W. L.; Dading Li, D. y Mountain, D. C.: "A Bayesian Approach for Measuring Economies of Scale with Application to Large Scale Banks", documentos de trabajo del Departamento de Economía, McMaster University, 2001.

- Chlon-Dominczak, A.: "The NDC System in Poland – Assessment After 5 Years", trabajo presentado en la Conferencia del Banco Mundial y RFV sobre NDC Pension Schemes, 2003.
- Danish Government: *Structural Monitoring*, International Benchmarking of Denmark, Danish Ministry of Finance, agosto de 2000.
- Durkin, T. y Elliehausen, G. E.: "The Cost Structure of the Consumer Finance Industry", en *Journal of Financial Services Research* 13 (1), 1998, págs. 71-86.
- Ferreira-Coimbra, N. y Forteza, A.: *Protección social en Uruguay. Financiamiento, cobertura y desempeño*, 1990-2002, Santiago, OIT, 2004.
- Ferro, G.: "Regulación y costos variables endógenos en el mercado de fondos de jubilaciones y pensiones argentino", tesis doctoral presentada en la Universidad del CE-MA, mimeo, 2002.
- FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones), página web ([http://www.fiap.cl/p4\\_fiap/site/edic/base/port/portada.html](http://www.fiap.cl/p4_fiap/site/edic/base/port/portada.html)).
- FIEL: *La reforma previsional en Argentina: El impacto macroeconómico y la organización del mercado de las AFJP*, Parte II "Regulaciones y competencia", ASAP/FIEL, 1998.
- Forteza, A.: Uruguay, "Options for Pensions Reform", FCS-UDELAR, abril de 2004.
- Fox, L. y Palmer, E.: "Latvian Pension Reform", WB Social Protection Discussion Papers Series N° 9922, 1999.
- Franco, D. y Sartor N.: "NDC in Italy: Unsatisfactory Present, Uncertain Future", trabajo presentado en la Conferencia del Banco Mundial y RFV sobre NDC Pension Schemes, 2003.
- Gilligan, T.; Smirlock, M. y Marshall, W.: "Scale and scope economies in the multi-product banking firm", en *Journal of Monetary Economics* 13, 1984, págs. 393-405.
- Grandolini, G. y Cerda, L.: "The 1997 Pension Reform in Mexico", documento de trabajo de investigación de políticas 1933, Banco Mundial, junio de 1998.
- Gruber, J. y Wise D.: "Social Security Programs and Retirement Around the World: Micro Estimation", NBER, documento de trabajo N° 9407, 2002.
- Hausman J. A.: "Specification Tests in Econometrics", en *Econometrica* 46, 1978, págs. 1251-1272.
- Holzmann, R.: "Toward a Reformed and Coordinated Pension System in Europe: Rationale and Potential Structure", Banco Mundial, Serie de documentos de trabajo sobre protección social N° 407, 2004.
- Hopenhayn, H.: "Entry, Exit, and Firm Dynamics in Long Run Equilibrium", *Econometrica* 60(5), 1992, págs. 1127-50.
- Hughes J. P. y Mester, L. J.: "Bank Capitalization and Cost: Evidence of Scale Economies in Risk Management and Signaling", en *The Review of Economics and Statistics*, *Review of Economics and Statistics* 80(2), 1998, págs. 314-25.
- Institute of Development and Policy Management y Helpage International: "Non Contributory Pensions and Poverty Prevention. A Comparative Study of Brazil and South Africa", DFID Project R7897, 2003.
- Isik, I. y Hassan, M.: "Technical, scale and allocative efficiencies of Turkish banking industry", en *Journal of Banking and Finance* 26, 2002, págs. 719-766.
- Jovanovic, B.: "Selection and the Evolution of Industry", en *Econometrica* 50, 1982, págs. 649-670.
- Kim, H.: "Economies of scale and economies of scope in multiproduct financial institutions: Further evidence from credit unions", en *Journal of Money, Credit and Banking* 18, 1986, págs. 220-226.
- Leibenstein, H.: "Allocative Efficiency vs. X-efficiency", en *American Economic Review* 56 (3), 1966.
- Lindbeck, A. y Persson, M.: "The Gains from Pension Reform", The Research Institute of Industrial Economics, documento de trabajo N° 580, 2002.

- Lora, E. y Pagés, C.: "Hacia un envejecimiento responsable: Las reformas de los sistemas pensionales en América latina", BID, documento de trabajo N° 433, 2000.
- McAllister, P.H. y McManus, D.: *Resolving the scale efficiency puzzle in banking*, *Journal of Banking and Finance* 17, 1993, págs. 389-405.
- McCulloch, B. y Frances, J.: "Governance of Public Pension funds: New Zealand Superannuation Fund", trabajo presentado en la "2nd Public Pension Fund Management Conference", Banco Mundial, 2003.
- Mesa-Lago, C.: "Evaluación de los efectos de las reformas estructurales de pensiones en América latina: análisis especial del Uruguay", Seminario de Evaluación de las Reformas de la Seguridad Social, Montevideo, del 27 al 28 de abril de 2004.
- Mesa-Lago, C.: "Las reformas de pensiones en América latina y su impacto en los principios de seguridad social", CEPAL, marzo de 2004.
- Murro, E.: "Una visión sobre la seguridad social en América latina", mimeo, agosto de 2002.
- Noulas, A. G.; Ray, S. C. y Miller, S. M.: "Returns to Scale and Input Substitution for Large U.S. Banks", en *Journal of Money, Credit, and Banking* 22(1) , 1990, págs. 94-107.
- Oshio, T.: "Social Security and Trust Fund Management", NBER, documento de trabajo 10444, 2004.
- Packard, T.: "Is there a Positive Incentive Effect from Privatizing Social Security? Evidence from Latin America", Oficina del Economista Jefe, documento base del Estudio Regional sobre la reforma de la seguridad social, Banco Mundial, 2003.
- Palmer, E.: "The Swedish Pension Reform Model: Framework and Issues", Banco Mundial, Serie documentos de trabajo sobre protección social, 2000.
- Palmer, E.: "Conversion to NDC: Issues and Models", trabajo presentado en la Conferencia del Banco Mundial y RFV sobre NDC Pension Schemes, 2003.
- Palmer, E.: "The Swedish Pension Reform Model: Framework and Issues", documento de trabajo sobre protección social N° 12, Banco Mundial, junio de 2000.
- Queisser, M.: "Pension Reform and Private Pension Funds in Peru and Colombia", documento sobre políticas de investigación 1853, Banco Mundial, noviembre de 1997.
- Rezvanian, R. y Mehdian, S.: "An examination of cost structure and product performance of commercial banks in Singapore", en *Journal of Banking and Finance* 26, 2002, págs. 79-98.
- Rother, P.; Catenaro, M. y Schwab, G.: "Ageing and Pensions in the Euro Area. Survey and Projection Results", Serie de documentos de trabajo sobre protección social, Banco Mundial, 2003.
- Stigler, G. J.: "The Economies of Scale", en *Journal of Law and Economics* 1, 1958, págs. 54-71.
- Urbiztondo, S.: "Regulaciones y competencia en el régimen de capitalización del nuevo sistema previsional argentino", en *La regulación de la competencia y de los servicios públicos: teoría y experiencia argentina reciente*, FIEL, 1999.
- Valdés-Prieto, S.: "Social Security Coverage in Chile, 1990-2001", Oficina del Economista Jefe, documento de trabajo base sobre reforma de la seguridad social, Banco Mundial, 2003.
- Valdez Prieto, S. (2003), "Justifying Mandatory Savings for Old Age", Banco Mundial, documento base para el estudio regional sobre reforma de la seguridad social, 2003.
- Wheelock, D. y Wilson, P.: "New evidence on returns to scale and product mix among U.S. commercial banks", en *Journal of Monetary Economics* 47, 2001, págs. 653-674.
- Yermo, J.: "The Performance of the Funded Pension Systems in Latin America", Ofici-

na del Economista Jefe, documento base para el estudio regional sobre reforma de la seguridad social, Banco Mundial, 2003.

Zviniene, A. y Packard, T. G.: "A simulation of social security reforms in Latin America: What has been gained?", documento de trabajo base para el estudio regional sobre seguridad social, Banco Mundial, 2002.

## **FUNDACIÓN DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS LATINOAMERICANAS**

Presidente Honorario: Arnaldo T. Musich

### **CONSEJO DIRECTIVO**

Presidente:	Juan P. Munro
Vicepresidentes:	Vctor L. Savanti
	Juan Masjoan
	Luis Mario Castro
Secretario:	Franco Livini
Prosecretario:	Juan Manuel Forn
Tesorero:	Mario E. Vázquez
Protesorero:	Manuel Sacerdote

Vocales: Guillermo E. Alchourón, Alberto Alvarez Gaiani, Juan Aranguren, Juan Bruchou, José M. Dagnino Pastore, Carlos de la Vega (Presidente de la Cámara Argentina de Comercio), José M Gogna, Marcelo Lema, Silvio Machiavello, Francisco Mezzadri, Luciano Miguens (Presidente de la Sociedad Rural Argentina), Raúl Padilla, Aldo B. Roggio, Mariano Rossi, Santiago Soldati, Esteban Tackacs, Juan Pedro Thibaud, Amadeo Vázquez, Oscar Vicente, Julio Werthein (Presidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires), Federico Zorraquín.

### **CONSEJO CONSULTIVO**

Cristian Beyer, Martín J. Blaquier, Alejandro Bulgheroni, José Gerardo Cartellone, Enrique Cristofani, Horacio De Lorenzi, Martín Del Nido, Jorge Ferioli, Rodolfo Ferro, Martín Fornara, Amalia Lacroze de Fortabat, Alberto L. Grimoldi, Juan Larrañaga, Pablo de Lazari, Eric Legros, Héctor Marsili, Eduardo Mignaqui, Antoni Peris Mingot, Roberto Philipps, Francisco Ponasso, Horacio Turri, Gustavo Valle, Gonzalo Verdomar Weiss, Mauricio Wior.

### **CONSEJO ACADÉMICO**

Miguel Kiguel, Manuel Solanet, Mario Teijeiro.

### **CUERPO TÉCNICO**

Economistas Jefe: Daniel Artana, Juan Luis Bour, Fernando Navajas (Director).

Economistas Asociados: Sebastián Auguste, Walter Cont, Santiago Urbiztondo.

Economistas Senior: Marcela Cristini, Mónica Panadeiros, Abel Viglione.

Economista Principal Dpto. Economía de la Educación: María Echart.

Economistas: Cynthia Moskovits, Ramiro A. Moya, Nuria Susmel.

Economistas Junior: Guillermo Bermúdez, Ezequiel Cabezón.

Investigadores Visitantes: Enrique Bour, Alfonso Martínez, Mario Salinardi, Enrique Szewach.

Asistente de Investigación: S. Fernández Bocacci.

Asistentes de Estadísticas: F. Ares, A. Bour, M. Cotlar, R. Fernández, E. Goldstein, V. Djmal, A. Moscatelli, V. Mutuberría, L. A. Schupak.



ESTAS EMPRESAS CREEN EN LA IMPORTANCIA DE  
LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA PRIVADA EN LA ARGENTINA

ACARA-Asoc. de Conces. de Autom. de la Rep. Arg.	Central Puerto S.A.
Aga S.A.	Cepas Argentinas S.A.
Agfa Gevaert Arg. S.A.	Cervecería y Maltería Quilmes
Amarilla Gas S.A.	Citibank, N.A.
American Express Argentina S.A.	CMS Operating S.A.
Aseg. de Cauciones S.A. Cía. Seg.	Coca Cola de Argentina S.A.
Aseg. de Créditos y Garantías	Coca Cola FEMSA de Buenos Aires
Asoc. Argentina de Cías. de Seguros	Compañía de Radio Comunicaciones Móviles
Asoc. Bancos de la Argentina -ABA	COPAL
Asoc. de Concesionarios de Automoto- res de la Rep. Arg.	Corsiglia y Cía. Soc. de Bolsa S.A.
Automóvil Club Argentino	CTI Compañía de Teléfonos del Interior S.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.A.	Daimler Chrysler
Banco CMF S.A.	Direct TV
Banco COMAFI	Droguería Del Sud
Banco Galicia	Du Pont Argentina S.A.
Banco de Inversión y Comercio Exte- rior - BICE	EDENOR S.A.
Banco Europeo para América Latina	Editorial Atlántida S.A.
Banco Patagonia-Sudameris S.A.	Esso S.A. Petrolera Argentina
Banco Río	Estudio Glibota Mac Loughlin y Asoc.
Banco Sáenz S.A.	F.V.S.A.
Banco Societe Generale	Falabella S.A.
BankBoston	Farmanet S.A.
Banco Macro-Bansud S.A.	Ford Argentina S.A.
Bayer S.A.	Fratelli Branca Dest. S.A.
BBV Banco Francés	Fund. Cámara Española de Comercio de la Rep. Arg.
BNP Paribas	Gas Natural Ban S.A.
Bodegas Chandon S.A.	Grupo Danone
Bolsa de Cereales de Buenos Aires	Grimoldi S.A.
Bolsa de Comercio de Bs.As.	Hewlett Packard Argentina S.A.
Booz Allen & Hamilton de Arg. S.A.	IBM Argentina S.A.
Bunge Argentina S.A.	Industrias Metalúrgicas Pescarmona
C&A Argentina SCS	Internet Securities Argentina SRL.
Cablevisión S.A.	IRSA
Caja de Seguro S.A.	Javicho S.A.
Cámara Argentina de Comercio	Johnson Diversey de Argentina S.A.
Cámara de Comercio e Industria Fran- co Argentina	José Cartellone Const. Civiles S.A.
Cámara de Frigoríficos de Argentina	
Camuzzi Argentina	
Cargill S.A.C.I.	
Carrefour Argentina S.A.	

JP Morgan Chase

La Holando Sudamericana

Loma Negra C.I.A.S.A.

Luncheon Tickets S.A.

Marby S.A.

Massalin Particulares S.A.

Mastellone Hnos. S..

Medicus A. de Asistencia Médica y  
Científica

Mercado Abierto Electrónico S.A.

Mercado de Valores de Bs. As.

Merchant Bankers Asociados

Metrogas S.A.

Molinos Río de la Plata S.A.

Murchison S.A. Estib. y Cargas

Nike Argentina S.A.

Nobleza Piccardo S.A.I.C.F.

Novartis

Nuevo Banco Bisel S.A.

OCA S.A.

Organización Techint

Orígenes AFJP S.A.

Orlando y Cía. Sociedad de Bolsa

Pan American Energy LLC

PBBPolisur S.A.

Petrobras Energía S.A.

Philips Argentina S.A.

Pirelli Argentina S.A.

Repsol-YPF S.A.

Roggio S.A.

S.A.C.E.I.F. Louis Dreyfus y Cia. Ltda.

San Jorge Emprendimientos S.A.

SC Johnson & Son de Arg. S.A.

SanCor Coop. Unidas Ltda.

Sealed Air Argentina S.A.

Shell C.A.P.S.A.

Siembra AFJP

Siemens S.A.

Sociedad Comercial del Plata S.A.

Sociedad Rural Argentina

Swift Armour S.A. Argentina

Telecom Argentina

Telecom Italia S.P.A. Sucursal Argenti-  
na

Telefónica de Argentina

Total Austral

Transportadora de Gas del Norte SA

Unicenter Shopping

Unilever de Argentina S.A.

Unión de Administradoras de Fondos,  
Jubilaciones y Pensiones

Vidriería Argentina S.A.

Impresos 1000 ejemplares en marzo de 2005  
en Talleres Gráficos Leograf SRL,  
Rucci 408, Valentín Alsina, Argentina

